

Vergaderjaar 2019–2020

33 566

Financieel en sociaaleconomisch beleid

Nr. 107

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 18 december 2019)

Tijdens de Algemene Financiële Beschouwingen op 2 en 3 oktober jl. heb ik aan het lid Azarkan (DENK) toegezegd om te bekijken of het mogelijk is om de bespiegeling in de Miljoennota op het gebied van de lage rente te verbreden en te verdiepen (Handelingen II 2019/20, nr. 8, items 3 en 6 en Handelingen II 2019/20, nr. 9, items 5 en 9). Ik vind het van belang om daarbij eerdere brieven aan Uw Kamer over de effecten van de lage (of negatieve) rente mee te nemen. Dit schetst namelijk het bredere beeld waar het lid Azarkan om vraagt, en actualiseert – waar mogelijk – de inzichten.

Ontwikkeling lage rente

Zoals bekend staat de rente in de Eurozone en andere ontwikkelde economieën al een tijd op een zeer laag niveau en is deze voor sommige looptijden van bepaalde activa zelfs negatief. De lage rente is echter geen recent fenomeen: de rente kent reeds vanaf de jaren '80 een neerwaartse trend. De belangrijkste redenen¹ voor de structureel lagere rente zijn de afname van de (verwachte) inflatie, de afname van potentiële groei en veranderingen in de leeftijdsopbouw van de bevolking. Verder spelen ook innovaties een rol: IT-gerelateerde bedrijfssectoren zijn minder kapitaalintensief dan traditionele bedrijfstakken, wat de vraag naar investeringen verlaagt en daarmee de rentes drukt. Het ruime monetaire beleid van de ECB, waaronder de kwantitatieve verruiming, draagt momenteel eveneens bij aan een lagere rente. Het Centraal Planbureau (CPB)² heeft eerder aangegeven dat het grootschalig aankopen van activa de afgelopen jaren heeft geleid tot lagere rentetarieven in het eurogebied, zoals ook de bedoeling was om de inflatie te verhogen. Vanwege alle verschillende factoren die een rol spelen bij rentevorming is het precieze effect van het

¹ Kamerstuk 34 563, nr. 4

² Adam Elbourne, Kan Ji, en Sem Duijndam, «The effects of unconventional monetary policy in the euro area», CPB Discussion Paper, 2018; Andrei Dubovik en Machiel de Groot, «Effects of Unconventional Monetary Policy on European Corporate Credit», CPB Discussion Paper, 2018.

monetaire beleid (en de kwantitatieve verruiming) echter moeilijk vast te stellen³.

Effecten lage rente

De economische effecten van lage rentes zijn niet eenduidig. Een structureel lage rente beïnvloedt op verschillende manieren de reële economie en financiële markten. De lage rente maakt dat huishoudens tegen lagere kosten kunnen lenen, bijvoorbeeld voor het doen van duurzame aankopen. Ook maakt het consumptie aantrekkelijker ten opzichte van sparen. Bedrijven kunnen investeringen relatief goedkoop financieren. Dit jaagt de economische activiteit en de werkgelegenheid aan. Een lagere rente betekent dat lenen aantrekkelijker wordt dan sparen. Nederlandse huishoudens hebben in internationaal perspectief een relatief hoge hypotheekschuld en kunnen op die manier profiteren van de lage rente. Lagere rentes op spaartegoeden en een stijging van de verplichtingen van pensioenfondsen kunnen weer leiden tot nadelige inkomenseffecten. Doordat de meeste huishoudens zowel spaarder zijn als geld lenen, verschilt het inkomenseffect hiervan per huishouden.

Ik heb eind 2018 de Kamer geïnformeerd over de effecten van de lage rente op pensioenen en de woningmarkt⁴. In de Miljoenennota heb ik daarbij aanvullend ook aandacht gehad voor de effecten op de overheidsfinanciën en het verdienvermogen van Nederland. Daarnaast is duidelijk dat de lage rente ook de financiële sector in brede zin voor nieuwe uitdagingen plaatst. Geclusterd ontstaan daarmee in mijn beeld drie sectoren van de economie die het meest nadrukkelijk met uitdagingen worden geconfronteerd door de lage rente:
de overheid;
de financiële sector waaronder pensioenen;
de woningmarkt.

Hieronder schets ik de belangrijkste uitdagingen en beleidsontwikkelingen op deze drie gebieden.

i) Lage rente en de overheid

De ontwikkeling van de schuld (als percentage van het bbp) wordt bepaald door de economische groei, de inflatie, de rente en het begrotingssaldo. Belangrijk voor de ontwikkeling van de schuld is het verwachte verschil tussen de rente en de groei. Dit bepaalt namelijk de primaire balans (het begrotingssaldo minus de rentebetalingen) die de staat kan aanhouden zonder dat de schuld oploopt. Als de rente hoger ligt dan de groei is een begrotingsoverschot nodig om te voorkomen dat de schuld oploopt. Indien de rente lager ligt dan de groei kan de staat zich een beperkt tekort veroorloven zonder dat dit leidt tot een oplopende schuldquote.

Het verschil tussen de rente en de groei is voor Nederland (en veel andere ontwikkelde landen) momenteel negatief. Het rente-groeiverschil kent echter een grote mate van volatiliteit en is het sinds de midden jaren 80 vijfmaal van teken gewisseld. Het rente-groeiverschil vertoont daarnaast een correlatie met de stand van conjunctuur. Er is sprake van een historisch patroon waarbij het rente-groeiverschil vaker negatief is in tijden van hoogconjunctuur en *vice versa*. Ook op dit moment kent Nederland een negatief rente-groeiverschil en een positieve output gap (dit is het verschil tussen het feitelijke en het potentiële bbp, en een

³ Kamerstuk 21 501-07, nr. 1517

⁴ Kamerstuk 33 566, nr. 104, in reactie op de motie van de leden Bruins en Sloopweg, Kamerstuk 35 000, nr. 59.

indicatie van de stand van de conjunctuur). Op basis van het verleden zou dit bij een volgende conjuncturele neergang weer kunnen omslaan. Hoewel een hogere schuld bij de huidige stand van de rente en groei makkelijker te dragen is, kunnen de herfinancieringskosten van de overheidsschuld op termijn dus oplopen.

Voor de analyse naar het gewenste niveau van de Nederlandse staatschuld heb ik het CPB gevraagd om hiernaar te kijken⁵. Zij zullen in kaart brengen wat de effecten en risico's zijn van zowel een te hoge als een te lage staatsschuld. Ook heb ik het CPB gevraagd de (huidige lage) rente mee te nemen in hun analyse. Tevens relevant om te weten is dat de ambtelijke Studiegroep Begrotingsruimte⁶ ten behoeve van een volgend kabinet voor de zomer van 2020 advies zal uitbrengen over zowel de begrotingsdoelstelling als de begrotingssystematiek. De Studiegroep zal hierbij aandacht besteden aan verschillende indicatoren voor solide overheidsfinanciën. Logischerwijs zal de hoogte van de staatsschuld hier onderdeel van uitmaken.

De lage rente biedt ook kansen voor meer investeringen in het Nederlandse verdienvermogen. Overheidsuitgaven die het verdienvermogen versterken zijn bij de huidige rentestanden eerder rendabel dan vroeger het geval was. De Minister van Economische Zaken en Klimaat heeft op 13 december jl. de Kamer geïnformeerd over de mogelijkheden die het kabinet ziet om het verdienvermogen van Nederland op de lange termijn te versterken⁷. In het verlengde daarvan onderzoekt het kabinet hoe een investeringsfonds kan worden opgericht en daaraan kan bijdragen. Kennisontwikkeling, research & development (R&D) en innovatie en infrastructuur lijken de terreinen die het meest kunnen bijdragen aan productiviteitsgroei. Dit zal verder worden onderzocht, omdat strenge selectie van projecten moet plaatsvinden op de toegevoegde waarde voor het verdienvermogen. Begin 2020 wordt uw Kamer nader geïnformeerd over het investeringsfonds.

ii) De financiële sector (o.a. pensioenfondsen)

De lage rente stelt de financiële sector enerzijds voor nieuwe uitdagingen door druk op verdienvermogen of buffers, anderzijds neemt de vraag naar financiering toe en kan worden geprofiteerd van prijsstijgingen van beleggingen in de bestaande obligatieportefeuille en niet-vastrentende waarden zoals aandelen en vastgoed. Een lage rente kan, echter, ook bubbelvorming in de hand werken en verlaagt voorts de drempel voor het aangaan van nieuwe schulden. Het is dan ook niet zonder reden dat het Financieel Stabiliteitscomité op 20 november jl. aandacht vroeg voor de risico's van een langdurig lage rente.

Het Financieel Stabiliteitscomité heeft al vaker gesproken over het effect van de lage rente op de financiële positie van levensverzekeraars en pensioenfondsen. In dat Comité zijn ook de effecten van de lage rente op de winstgevendheid van banken besproken. Ook banken kunnen op termijn immers worden geraakt door de lage rente. Bij een nog verder dalende rente kan hun rentemarge (verschil in rente tussen het vreemd vermogen en de activa) onder druk komen te staan. Dit omdat het lastiger kan worden voor banken om een dalende rente door te berekenen aan de verschaffers van vreemd vermogen, zoals depositohouders.

Als banken bij een nog verder dalende marktrente een negatieve spaarrente voor gewone spaarders willen voorkomen, zal dit ten koste

⁵ Kamerstuk 35 300, nr. 75

⁶ De Studiegroep Begrotingsruimte is een ambtelijke werkgroep die over haar eigen (inhoudelijke) agenda gaat.

⁷ Kamerstuk 29 696, nr. 7

gaan van hun rentemarge. Vooral banken die sterk afhankelijk zijn van hun rentemarge zullen dit voelen in hun winsten. Die banken zullen dan op zoek moeten gaan naar andere inkomstenbronnen of de kosten reduceren. Een dergelijke trend kan op termijn de winstgevendheid van banken onder druk zetten. In mijn brief van 5 december jl. ben ik nader ingegaan op de impact van een negatieve rente op banken.⁸

Pensioenfondsen en levensverzekeraars merken een lage rente in het opwaarts effect op hun verplichtingen. Bij een daling van deze rente nemen de verplichtingen jegens polishouders en pensioendeelnemers in omvang toe, doordat de netto contante waarde van de verplichtingen stijgt (er moet heden meer geld worden aangehouden voor dezelfde toekomstige uitkering). Daar staat tegenover dat de marktwaarde van vastrentende beleggingen aan de activazijde van de balans stijgt. Bij een daling van de rente neemt de waarde van bestaande obligaties met een hogere rentevergoeding namelijk toe. Daarnaast is het waarschijnlijk dat aandelen en vastgoed in waarde stijgen bij een lagere rente, onder meer vanwege de lagere financieringskosten van bedrijven en investeringen. Ook de *search for yield* kan in een lage renteomgeving een van de oorzaken van de waardeinstijging zijn door portfolioverschuivingen.

Levensverzekeraars in Nederland dekken hun renterisico doorgaans voor een belangrijk deel af, door vooral in langlopende vastrentende waarden te beleggen waaronder obligaties en Nederlandse hypotheeklen met lange rentevaste periodes. Daarnaast kan het renterisico worden afgedekt met derivaten. Pensioenfondsen beleggen ook veel in vastrentende waarden, maar hebben gemiddeld genomen een hoger aandeel zakelijke waarden in hun beleggingsmix dan verzekeraars omdat ze t.b.v. van hun deelnemers ook inflatierisico's wensen af te dekken. Voor het merendeel van de verzekeraars en pensioenfondsen is er sprake geweest van een waardeinstijging van hun activa zoals obligaties, aandelen en rentederivaten. Dit effect heeft niet opgewogen tegen de stijging van de verplichtingen met een nadelig effect op de financiële positie van levensverzekeraars en pensioenfondsen tot gevolg.

De actuele situatie bij pensioenfondsen illustreert dat de lage rente nieuwe toezeggingen in de toekomst duurder maakt om te financieren. Er wordt nu gewerkt aan de uitwerking van het pensioenakkoord om het stelsel bestendig te maken voor de toekomst. Nederland heeft in verhouding tot andere lidstaten en landen een omvangrijk kapitaalgedekt pensioenstelsel, dat internationaal hoog staat aangeschreven. Dit stelsel levert een belangrijke bijdrage aan de inkomensvoorziening voor ouderen. Desalniettemin is het ook van belang de vraag te stellen hoe een kapitaalgedekt stelsel zich verhoudt tot een structureel lage rente. Door de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid is dan ook toegezegd aan het lid Omtzigt⁹ om onderzoek te doen naar de consequenties van een langdurig lage rente op een kapitaalgedekt pensioenstelsel. Het CPB is verzocht om dit onderzoek op te pakken. Het lid Omtzigt heeft tevens verzocht om ook te kijken naar de effecten van lage rente voor zowel het oude als het nieuwe stelsel. Dit verzoek wordt meegenomen in de verdere uitwerking van het pensioenakkoord onder regie van de stuurgroep.

Levensverzekeraars merken ook direct het effect van de lage rente en verkopen als gevolg hiervan, geen verzekeringsproducten meer met rendementsgaranties¹⁰. Levensverzekeraars bezien tegen de achtergrond van de lage rente dus ook zorgvuldig welke risico's ze van consumenten

⁸ Kamerstuk 32 013, nr. 226

⁹ Handelingen II 2018/19, nr. 95, item 10

¹⁰ Kamerstuk 32 013, nr. 36

en bedrijven kunnen overnemen en welke producten ze daarbij in de markt kunnen zetten. Tevens is van belang dat het verzekeringsbedrijf voldoende innoveert om kosten te reduceren zodat een goede toegang tot verzekeringsproducten geborgd kan blijven. In de Europese *Solvency II* regelgeving voor verzekeraars dient daarbij wel oog te zijn voor het specifieke lange termijn karakter van het verzekeringsbedrijf. Dit lange termijn perspectief vereist een betere verdeling van kapitaaleisen over de verschillende risico's die verzekeraars lopen, zodat zij de juiste prikkels ervaren om polishouders optimaal te bedienen. Voor de door de Europese Commissie ingang gezette evaluatie van *Solvency II* is dat de Nederlandse inzet. Waardering van bezittingen en verplichtingen op marktwaarde blijft daarbij het uitgangspunt¹¹.

iii) Woningmarkt

In mijn brief over de effecten van kwantitatieve verruiming door de ECB en de lage rente op maatschappelijke sectoren, ben ik al uitgebreid ingegaan op de effecten van de lage rente op de woningmarkt.¹² Ik zal de bevindingen hier op hoofdlijnen herhalen en waar mogelijk, aanvullen. Op de koopmarkt leidt een lagere hypotheekrente tot lagere rentelasten en een grotere leencapaciteit van huishoudens. Dit zorgt er – samen met stijgende inkomens – voor dat de vraag naar woningen wordt versterkt. Het woningaanbod reageert in Nederland doorgaans minder snel op een toegenomen vraag. Daarom zien we op dit moment krapte op de woningmarkt en stijgende woningprijzen. Dit kabinet heeft afgelopen augustus daarom besloten tot een woningbouwimpuls. Met de woningbouwimpuls richt het kabinet zich op het sneller en meer bouwen van betaalbare woningen voor groepen als starters en mensen met een middeninkomen.

Daarnaast hebben dit Kabinet en vorige Kabinetten verschillende maatregelen genomen om overmatige kredietverlening tegen te gaan en de kwetsbaarheid van huishoudens voor dalende woningprijzen te beperken. De maatregelen zijn: i) de versnelde afbouw van het aftrektarief van de aftrekbare kosten eigen woning, ii) de aflossingsseis om in aanmerking te komen voor de aftrek eigen woning, iii) de afbouw van de maximale *Loan-to-Value* ratio naar 100 procent, en iv) de wettelijke verankering en aanscherping van de maximale *Loan-to-Income* ratio. Zo zijn Nederlandse huishoudens, banken en de Nederlandse economie in den brede beter bestand tegen schommelingen op de woningmarkt. Verder heeft de Minister van BZK het CPB gevraagd onderzoek te doen naar de schommelingen op de woningmarkt. Dit onderzoek zal in het voorjaar van 2020 gepubliceerd worden. De Kamer wordt hierover geïnformeerd.

In de gereguleerde huursector betekent een lage rente lagere financieringslasten voor de woningcorporaties. Tegelijk heeft de rente effect op de waarde van hun bestaande bezittingen en verplichtingen. De financiële gezondheid van woningcorporaties wordt gewaarborgd door het toezicht van de Autoriteit woningcorporaties (Aw). Daarbij helpt het Waarborgfonds Sociale Woningen (WSW) corporaties risico's te beoordelen en te beheersen, door leningen te borgen en onafhankelijk inzicht te verschaffen.

In de brief van 20 december vorig jaar werd ook kort ingegaan op de gevolgen van de lage rente voor beleggers binnen de vrije huursector. Het in de brief aangehaalde onderzoek van het Kadaster en de Universiteit van Amsterdam naar de relatie tussen prijzen van woningen in stedelijke regio's en investeringen van beleggers, is inmiddels afgerond en naar de

¹¹ Kamerstuk 32 013, nr. 200

¹² Kamerstuk 33 566, nr. 104, in reactie op de motie van de leden Bruins en Sloopweg, Kamerstuk 35 000, nr. 59.

Kamer gestuurd.¹³ Het onderzoek laat zien dat in buurten waar onlangs veel particuliere beleggers woningen hebben gekocht, prijzen hoger liggen dan in buurten waar particuliere beleggers minder vaak een woning kopen. Het prijseffect op buurtniveau hoeft volgens de onderzoekers niet per se het gevolg te zijn van een toenemende aanwezigheid van particuliere beleggers. Ook de aantrekkelijkheid van een buurt kan ervoor zorgen dat de vraag naar woningen aantrekt en buurten daarom duurder worden. De hogere woningprijs doet echter wel iets voor de toegankelijkheid van de woningmarkt, zeker voor bepaalde groepen zoals koopstarters en middeninkomens. In de brief van 10 oktober jl. heeft het kabinet benadrukt er juist voor te willen zorgen dat deze groepen voldoende kansen hebben op de woningmarkt. Tegelijkertijd kunnen beleggers ook zorgen voor kapitaal om nieuwbouwwoningen te bouwen en dragen zij bij aan het verder ontwikkelen van het middenhuursegment. Het gaat om het creëren van de juiste balans tussen het vergroten van het aanbod middenhuurwoningen, de aanpak van beleggers die excessief gedrag vertonen en meer kansen voor starters en middeninkomens. Daar zet het kabinet zich voor in.

Conclusie

De lage rente stelt de Nederlandse economie voor nieuwe uitdagingen met zowel kansen als risico's. Enerzijds jaagt een lage rente de economische groei aan doordat het investeringen aantrekkelijker maakt en het herfinancieren van schuld goedkoper wordt voor consumenten, bedrijven en overheden. Anderzijds zet de lage rente druk op het bedrijfsmodel van banken, verzekeraars en pensioenfondsen. Het is dan ook goed dat het Financieel Stabiliteitscomité aandacht vraagt voor de risico's van een langdurige lage rente. Naar aanleiding van de motie Omtzigt c.s. zal ik u nog informeren over de concrete invulling van het verzoek aan het CPB om de risico's en kansen van de lage renteomgeving nader te schetsen. Het is daarbij van belang te realiseren dat de lage rente voor een groot deel wordt gedreven door structurele ontwikkelingen in de economie zoals vergrijzing, het aanbod van besparingen en productiviteitsontwikkeling. Het is dus een fenomeen dat zich in meerdere ontwikkelde economieën voordoet.

De vraag is daarmee primair hoe Nederland het beste met deze situatie om kan gaan gezien de inherente onzekerheid over de toekomst. Het kabinet wil daarbij nadrukkelijk inzetten op de kansen om het verdienvermogen van Nederland op lange termijn te versterken.

De Minister van Financiën,
W.B. Hoekstra

¹³ Kamerstuk 32 847, nr. 572