

# Impact van de onzekere rente op de marktwaarde van leningen

Sow Sum Yeung en Jeroen Briefjes, Ortec Finance

2024





# Inleiding

**Als de rente laag is dan kunnen woningcorporaties goedkoop nieuwe leningen aantrekken. Dit betekent minder rente-uitgaven en dus meer ruimte over voor de maatschappelijke kerntaken van de corporatie. Een lage rente is dus gunstig zou je denken. Een lage rente heeft echter ook een keerzijde. Een lagere rente zorgt voor een hogere marktwaarde van de leningen en dat is vanuit de corporatie gezien ongunstig. Vervroegde aflossingen van leningen worden duurder en als de corporatie in discontinuïteit komt dan dienen de leningen afgewikkeld te worden tegen de hogere marktwaarde.**

In februari 2024 heeft het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) de [Richtlijn Geborgde leningen](#) aangepast. Een nieuwe voorwaarde bij het aantrekken van een geborgde lening is: *“De rente-typische looptijd van de te borgen geldlening is maximaal dertig jaar op het moment dat het verval van de totale door WSW geborgde leningenportefeuille (inclusief deze lening) in het tijdvak langer dan 30 jaar 40% of meer bedraagt.”* Het percentage langlopende leningen van meer dan 30 jaar is begrensd op maximaal 40% vanwege het renterisico en voor een egaal aflossingspatroon. De marktwaarde van leningen stijgt harder bij langere looptijden in het geval van een toekomstige rentedaling. Hierdoor neemt het vereiste kapitaal toe, wat gevolgen kan hebben voor de borgingsruimte. Zo kunnen de WSW/Aw discontinuïteitsratio's, dekkingsratio en onderpandratio eerder knellend worden.

## Meer inzicht in onzekerheid en impact

Het doel van dit artikel is om meer inzicht te verkrijgen in de onzekerheid van de rente en de impact van de rente op de marktwaarde van leningen. Dit laten we zien aan de hand van een analyse op een fictieve voorbeeldlening. In het eerste deel van de analyse richten we ons op de jaarrekening waarin de marktwaarde van leningen een verplicht onderdeel is. We vergelijken de rente van ultimo 2023 met het voorgaande jaar 2022 en de impact hiervan op de marktwaarde van leningen. In het tweede deel van de analyse lichten we de verschillende methodieken toe in de toepassing van de rente voor de bepaling van de marktwaarde van leningen in de jaarrekening en in de discontinuïteitsratio's dekkingsratio en onderpandratio. In beide analyses laten we tevens zien wat de impact is van verschillende looptijden van leningen op de marktwaarde in het geval van renteveranderingen.



# Inhoud

<b>Inleiding</b>	2
Meer inzicht in onzekerheid en impact	2
<b>Hogere marktwaarde leningen in jaarrekening 2023 door lagere rente</b>	4
Verschil tussen rentecurves ultimo 2023 en 2022	4
Impact op de marktwaarde	5
<b>Verschillende rentemethodes tussen jaarrekening en WSW/Aw financiële kengetallen</b>	6
Verschil tussen rentecurves met en zonder risico-opslag	6
Impact op de marktwaarde	7
<b>Tot slot</b>	8
<b>Hoe werkt dit in WALs?</b>	9
<b>Meer informatie?</b>	10

# Hogere marktwaarde leningen in jaarrekening 2023 door lagere rente

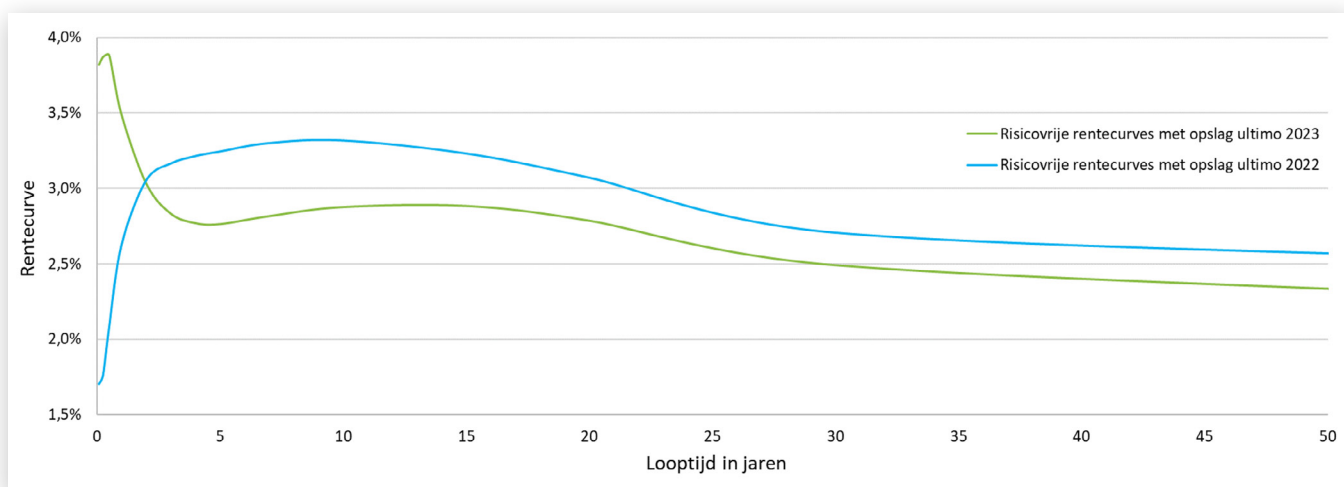
In de jaarrekening 2023 dienen corporaties te rapporteren over de marktwaarde van de leningen per 31 december 2023. Het is belangrijk om het verschil te verklaren tussen de marktwaarde van leningen in de jaarrekening van 2023 en de jaarrekening van 2022. Rentecurves spelen hierin een belangrijke rol aangezien deze de disconteringsvoet bepalen, die wordt gebruikt bij het berekenen van de netto contante waarde van toekomstige kasstromen van leningen.

De eerste analyse richt zich op de directe gevolgen voor de marktwaarde van leningen door de veranderingen in rentecurves tussen de stand ultimo 2022 en de stand ultimo 2023. Voor deze analyse wordt uitgegaan van een voorbeeldlening met een fixe aflossingsstructuur aan het einde van de looptijd tegen een rentepercentage van 2,78%. Dit rentepercentage weerspiegelt het gemiddelde voor de totale leningenportefeuille die wordt geborgd door het WSW, zoals vermeld in de halfjaarlijkse [portefeuillerapportage van het WSW van juni 2023](#). Deze lening dient als illustratief voorbeeld in onze analyse en benadrukt de algemene impact.

## Verskil tussen rentecurves ultimo 2023 en 2022

Het verschil tussen de rentecurves van ultimo 2023 en ultimo 2022 geeft inzicht in de veranderingen in rentetarieven met verschillende looptijden. Dit verschil wordt veroorzaakt door diverse economische factoren, waaronder wijzigingen in economische groei, inflatieverwachtingen en geopolitieke ontwikkelingen. In Figuur 1 zien we de rentecurves van ultimo 2023 en van ultimo 2022, welke zijn gebaseerd op de data via de [Euribor Benchmarks](#). Dit betreft een optelling van de risicovrije rentecurve plus een risico-opslagcurve voor woningcorporaties. Indien je als corporatie een andere bron voor de rentecurve toepast in de jaarrekening, dan kan deze afwijken.

In de figuur hieronder zien we dat de rente in de rentecurve 2023 met een hele korte looptijd hoger ligt dan in de rentecurve 2022, maar bij een looptijd vanaf 2 jaar lager wordt. Bij een looptijd tussen de 4 en 7 jaar is het verschil tussen de rentecurves het grootst, ongeveer 0,5%. Naarmate de looptijd t.o.v. het waarderingsmoment langer wordt, blijft het verschil tussen de rentecurves ongeveer gelijk, namelijk 0,25%.



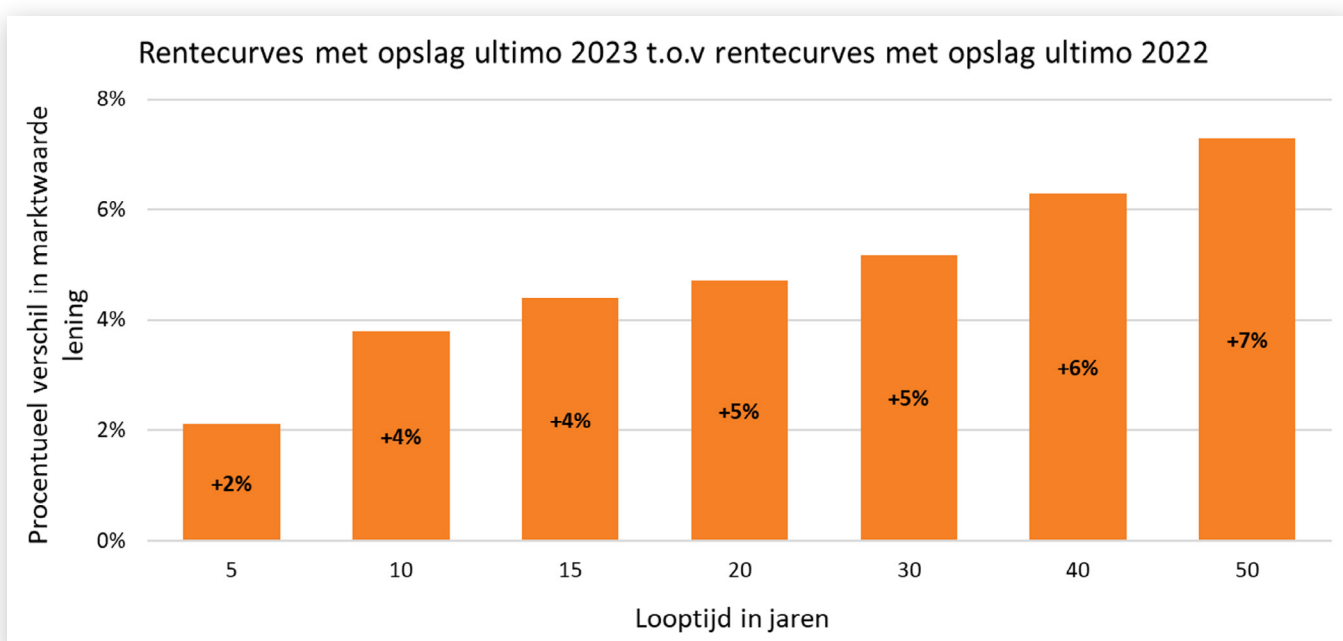
Figuur 1: Risicovrije rentecurves met opslag ultimo 2023 en ultimo 2022.

## Impact op de marktwaarde

In onderstaande Figuur 2 wordt weergegeven hoeveel procent de marktwaarde van de voorbeeldlening verandert door toepassing van de rentecurve ultimo 2023 ten opzichte van de rentecurve ultimo 2022. Dit is bepaald voor verschillende looptijden van de voorbeeldlening.

Deze lening vertoont een stijging van de marktwaarde als gevolg van de verschuivingen in de rentecurves van ultimo 2022 naar ultimo 2023. De disconteringsvoet in 2023 is lager door de lagere rentecurve en dit zorgt voor een hogere marktwaarde. Daar komt bij dat hoe langer de looptijd van de lening is, hoe groter het verschil in marktwaarde wordt. Waar de stijging in de marktwaarde van de lening bij een looptijd van 10 jaar nog ongeveer 4% is, is de stijging bij een looptijd van 30 jaar al 5% en bij een looptijd van 50 jaar is de stijging in marktwaarde zelfs 7%.

Deze analyse laat zien dat de rentecurve ultimo 2023 is gedaald ten opzichte van ultimo 2022. Bij een vergelijkbare leningenportefeuille stijgt de marktwaarde van leningen door de verandering van de rentecurves van ultimo 2022 naar de rentecurves van ultimo 2023. Daarnaast stijgt de marktwaarde harder voor langlopende leningen en deze leningen leveren daarmee extra risico op als de rente gaat dalen.



**Figuur 2:** Procentueel verschil in marktwaarde lening: rentecurves met opslag ultimo 2023 ten opzichte van rentecurves met opslag ultimo 2022 voor verschillende looptijden van de voorbeeldlening.

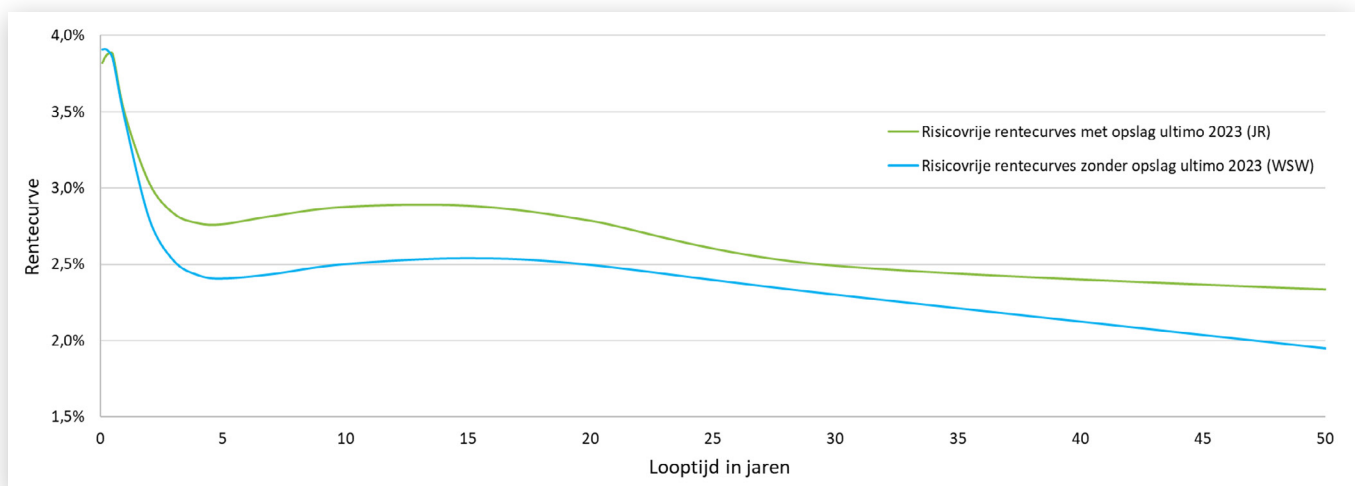
# Verschillende rentemethodes tussen jaarrekening en WSW/Aw financiële kengetallen

In de jaarrekening wordt de risicovrije rentecurve in combinatie met een risico-opslag voor woningcorporaties gehanteerd, wat een weergave is van de rente die financiers vragen wanneer een corporatie een nieuwe geborgde lening wil aantrekken. In de WSW/Aw financiële kengetallen dekkingsratio en onderpandratio dient de risicovrije rentecurve zonder opslag toegepast te worden. Deze rentecurve weerspiegelt de rentetarieven op de markt zonder rekening te houden met specifieke risico's van corporaties. Bij discontinuïteit van de corporatie zou de marktwaarde, die gebaseerd is op alleen de risicovrije rentecurve, aan de tegenpartij betaald moeten worden. WSW heeft een [achtergronddocument](#) opgesteld dat meer informatie biedt over deze waarderingwijze van leningen.

In de tweede analyse wordt een vergelijking in de marktwaarde gemaakt van deze twee verschillende methodes. Het onderscheid tussen deze methodes ligt in de manier waarop de rentecurve wordt toegepast: de jaarrekeningmethode omvat een opslag en de WSW/Aw financiële kengetallen zonder opslag. Voor deze analyse hanteren we dezelfde voorbeeldlening zoals beschreven in de eerste analyse.

## Verschil tussen rentecurves met en zonder risico-opslag

In Figuur 3 zien we de rentecurves, met opslag en zonder opslag, van ultimo 2023. Ook deze zijn gebaseerd op de data via de [Euribor Benchmarks](#). We zien dat de rentecurves zonder opslag lager zijn vanaf een looptijd van langer dan één jaar, dan de rentecurves met opslag. Bij een looptijd tussen de 5 en 15 jaar zie je dat het verschil nagenoeg hetzelfde blijft, ongeveer 0,35%. Vanaf een looptijd van 30 jaar wordt het verschil tussen de rentecurve zonder opslag en met opslag steeds groter. Waar het verschil bij een looptijd van 30 jaar nog 0,2% is, is het verschil bij een looptijd van 60 jaar 0,5%.



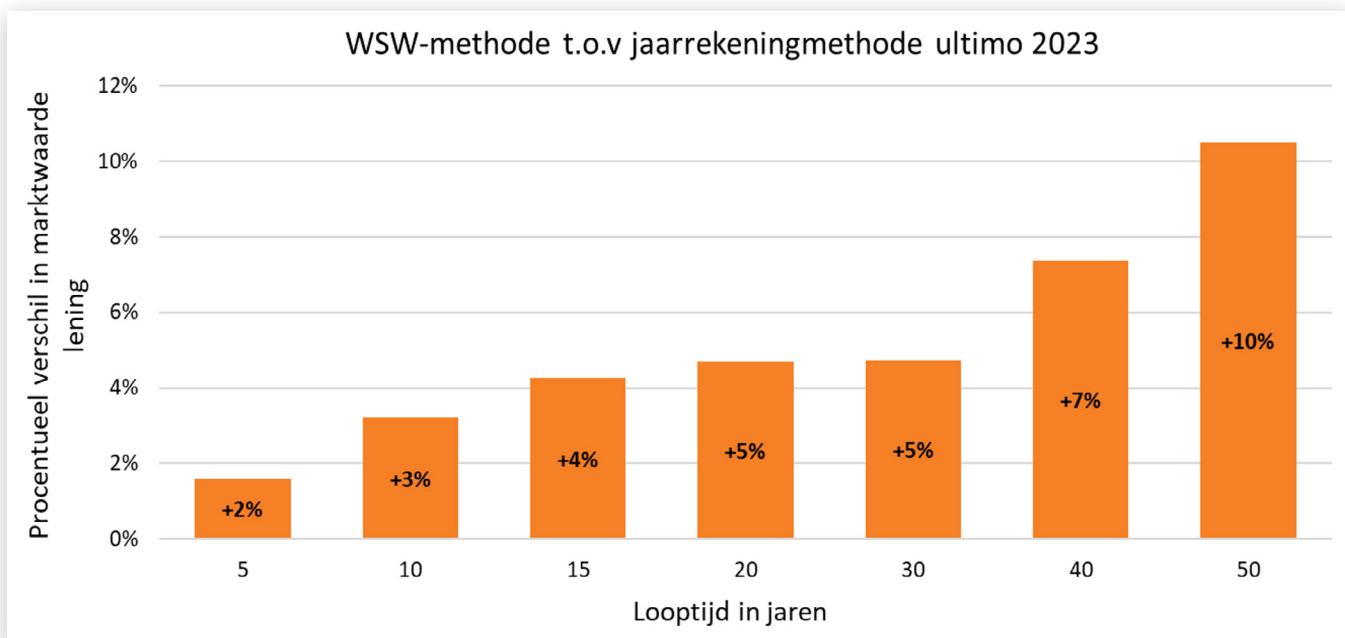
Figuur 3: Risicovrije rentecurves met en zonder opslag ultimo 2023.

## Impact op de marktwaarde

Onderstaande Figuur 4 toont aan hoeveel procent de marktwaarde van de voorbeeldlening verschilt door toepassing van de rentecurve zonder opslag (WSW-methode) ten opzichte van de rentecurve met opslag (jaarrekeningmethode). Dit is bepaald voor verschillende looptijden van de voorbeeldlening.

De WSW-methode zonder opslag heeft een lagere rentecurve dan de jaarrekeningmethode met opslag. Een lagere rentecurve betekent een lagere disconteringsvoet en dit zorgt voor een hogere marktwaarde van leningen. De grootte van de stijging in de marktwaarde is afhankelijk van de looptijd van de lening. Leningen met een lange looptijd vertonen een groter verschil wanneer de WSW-methode wordt gehanteerd. Naarmate de looptijd van de lening toeneemt, neemt het verschil in marktwaarde toe. Waar het verschil in de marktwaarde van de voorbeeldlening bij een looptijd van 10 jaar nog ongeveer 3% is, is het verschil bij een looptijd van 30 jaar al 5% en bij een looptijd van 50 jaar is het verschil in marktwaarde gestegen naar ruim 10%. Bovendien zien we in Figuur 4 ook dat het verschil in marktwaarde sneller toeneemt vanaf een looptijd van 30 jaar. Dit wordt verklaard door de hardere stijging van het verschil tussen de rentecurve zonder opslag en met opslag vanaf een looptijd van 30 jaar, zoals te zien is in bovenstaande Figuur 3.

Deze analyse laat zien dat het gebruik van de risicovrije rentecurve zonder opslag in de WSW-methode resulteert in een hogere marktwaarde van leningen dan wanneer er wel opslag wordt toegepast in de jaarrekeningmethode. Het is een belangrijk aandachtspunt voor woningcorporaties om de juiste methodiek toe te passen voor de bepaling van de marktwaarde van leningen in de jaarrekening en voor de WSW/Aw financiële kengetallen dekkingsratio en onderpandratio omdat dit gevolgen kan hebben voor de financiële sturing.



**Figuur 4:** Procentueel verschil in marktwaarde lening: WSW-methode ten opzichte van jaarrekeningmethode voor verschillende looptijden van de voorbeeldlening.



## Tot slot

Onzekerheid in de rente is een risico. Een dalende rente leidt tot een hogere marktwaarde van de leningen. De WSW/Aw discontinuïteitsratio's dekkings- en onderpandratio's kunnen daardoor eerder knellend worden en het wordt duurder om leningen vervroegd af te lossen. Bij langlopende leningen is de impact nog groter omdat de marktwaarde harder stijgt bij een rentedaling.

De marktwaarde van leningen wordt voor woningcorporaties gebruikt in de discontinuïteitsratio's en in de jaarrekening. Een aandachtspunt is om de juiste rentecurve toe te passen. In de discontinuïteitsratio's dient de risicovrije rentecurve zonder opslag gebruikt te worden en in de jaarrekening de risicovrije rentecurve met risico-opslag voor woningcorporaties.

De resultaten in dit artikel zijn gebaseerd op de rentecurve per ultimo 2023 voor een voorbeeldlening. De grootte van de impact voor de leningenportefeuille hangt af van de verschillende soorten leningen, zoals het aflossingsverloop en de looptijd, en kan om deze reden anders zijn voor jullie eigen situatie. In de afgelopen periode is gebleken dat de rente zich snel kan ontwikkelen. Het (blijven) monitoren van de impact van de onzekere rente op de financiële positie van jullie eigen corporatie is onmisbaar in het kader van risicomanagement.





## Hoe werkt dit in WALs?

Indien je gebruik maakt van [WALS](#) en je wilt weten hoe je de marktwaarde van de leningen van jullie eigen corporatie in WALs kan bepalen of hoe deze marktwaarde berekend wordt, dan verwijzen we je naar het proceduredocument “Marktwaarde van leningen”, dat te vinden is op de WALs SaaS omgeving of op ons [klantenportaal](#). Ieder kwartaal is een nieuwe [Ortec Finance Scenarioset \(OFS\)](#) beschikbaar waarin ook een update is van onze prognoses van de rentecurve richting de toekomst. Deze kan met WALs doorgerekend worden voor inzicht in het marktwaardeverloop van leningen in het meerjarenperspectief.



# Meer informatie?

Heb je vragen naar aanleiding van dit artikel? Of wil je sparren over hoe je als woningcorporatie meer inzicht kunt krijgen in de gevoeligheid van de rentecurves op jullie eigen leningenportefeuille? Neem dan contact op met je Ortec Finance contactpersoon of met Sow Sum of Cherise via onderstaande contactgegevens.



## Sow Sum Yeung

Senior Consultant

[sowsum.yeung@ortec-finance.com](mailto:sowsum.yeung@ortec-finance.com)



## Cherise Ede - van der Horst

Teamleader Client Servicing

[cherise.ede@ortec-finance.com](mailto:cherise.ede@ortec-finance.com)

## Disclaimer

Dit rapport is zorgvuldig opgesteld met de beste beschikbare gegevens. Dit rapport kan informatie bevatten die is verstrekt door derden of afgeleid is van gegevens van derden en/of gegevens die mogelijk gecategoriseerd of anderszins gerapporteerd zijn afgaand op de instructies van de cliënt. Dit rapport is niet bedoeld als beleggingsadvies. Ortec Finance neemt geen verantwoordelijkheid voor de nauwkeurigheid, tijdigheid en volledigheid van dergelijke informatie. Ortec Finance aanvaardt geen aansprakelijkheid voor

de consequenties van investeringsbeslissingen die zijn gebaseerd op de informatie in dit rapport. Dit rapport en de inhoud ervan zijn eigendom van Ortec Finance. U mag, behalve met onze uitdrukkelijke schriftelijke toestemming, de inhoud niet verspreiden of commercieel exploiteren. Op al onze diensten en activiteiten zijn onze algemene voorwaarden van toepassing, die op [www.ortecfinance.com](http://www.ortecfinance.com) geraadpleegd kunnen worden en op verzoek kosteloos toegestuurd kunnen worden.



[contact@ortecfinance.com](mailto:contact@ortecfinance.com) | [www.ortecfinance.com](http://www.ortecfinance.com)

Rotterdam | Amsterdam | London | Toronto | Zurich | Melbourne | New York | Singapore

