

Vergaderjaar 2016–2017

**34 563**

## **Initiatiefnota van het lid Omtzigt over ECB monetair beleid en de nadelige gevolgen voor de Nederlandse pensioenfondsen**

**Nr. 5**

### **BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN**

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 23 januari 2017

Tijdens het plenaire debat over de Najaarsnota van 21 december jl. (Handelingen II 2016/17, nr. 38, item 4) vroeg het lid Omtzigt (CDA) om een reactie op zijn berekening van de kosten van het ECB-opkoopbeleid voor de Nederlandse pensioenfondsen. Dit in het licht van de ingediende Initiatiefnota over het ECB-beleid en de gevolgen voor de Nederlandse pensioenfondsen (Kamerstuk 34 563) en de reeds aan uw Kamer gestuurde kabinetsreactie.<sup>1</sup> Met deze brief voldoe ik aan dit verzoek.

Zoals toegelicht in de kabinetsreactie van 19 december jl. (Kamerstuk 34 563, nr. 4) is het lastig om de uiteenlopende gevolgen, zowel positief als negatief, van het opkoopbeleid van de ECB voor de Nederlandse economie te kwantificeren. Dit geldt ook voor de gevolgen van dit opkoopbeleid voor de Nederlandse pensioenfondsen.

Ten eerste is het onbekend welk effect het opkoopbeleid heeft op de (voor pensioenfondsen relevante) rente, mede gezien het gegeven dat de rente door veel andere factoren wordt beïnvloed naast het ECB-beleid. Het is daarmee lastig in te schatten welk deel van de rentedaling wordt gedreven door externe factoren en welk deel voor rekening komt van het (onconventionele) ECB-beleid. Schattingen van de ECB suggereren dat het opkoopprogramma in 2014 en 2015 de rente op 10-jaars staatsobligaties met gemiddeld 47 basispunten heeft verlaagd.<sup>2</sup> Er bestaan echter aanzienlijk verschillen tussen de eurolanden: zo wordt voor Duitsland dit effect op 18 basispunten geschat. Voor Nederland is geen specifieke schatting is gemaakt. Bovendien geldt dat voor pensioenfondsen – bij het waarderen van de verplichtingen – niet de 10-jaars staatsrente, maar de door DNB vastgestelde rente-termijnstructuur (RTS) relevant is. De RTS wordt door DNB opgebouwd op basis van de Europese interbancaire swaprentes voor verschillende looptijden, waarbij voor rentes met lange

<sup>1</sup> Zie ook Kamerstuk 34 563, nr. 2 en Kamerstuk 34 563, nr. 4.

<sup>2</sup> Zie [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201507\\_article01.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201507_article01.en.pdf)

looptijden de UFR-methodiek wordt gebruikt. Met andere woorden, voor de impact op verplichtingen van de pensioenfondsen zijn de gevolgen van het opkoopbeleid over de volledige RTS relevant en niet één specifiek punt op de curve voor staatsobligaties.

Ten tweede geldt dat pensioenfondsen aan de activakant juist hebben geprofiteerd van de dalende rente. De marktwaarde van obligaties en rente-swaps is door de dalende rente gestegen en de aandelenportefeuille van pensioenfondsen heeft mogelijk geprofiteerd van de *search for yield* die uitgaat van een lage rente-omgeving. Daarnaast kan worden betoogd dat ook pensioenfondsen en hun deelnemers baat hebben gehad van het onconventionele monetaire beleid, in zoverre dit de economische groei in het eurogebied heeft ondersteund. Voor een evenwichtig beeld van het effect van het opkoopprogramma van de ECB op de positie van pensioenfondsen moeten al deze – deels onbekende – baten worden meegenomen. De in de Initiatiefnota gepresenteerde berekeningen (Kamerstuk 34 563, nr. 2) lijken voornamelijk de effecten van de lagere rente als gevolg van het opkoopprogramma op de verplichtingenkant van de balans in ogenschouw te nemen, en niet de effecten op de activakant.

Ten derde is de impact van het opkoopbeleid op de pensioenfondsen afhankelijk van de duur van het opkoopprogramma. Indien wordt aangenomen dat het huidige onconventionele beleid tijdelijk is, en de rente na afloop terugkeert naar het niveau zonder deze specifieke operatie, betekent dit dat de verdisconteerde waarde van de toekomstige verplichtingen weer zal dalen naar de waarde voor de ingreep. Hetzelfde geldt dan ook voor de bezittingen van ondermeer uitstaande obligaties. In dat geval heeft het opkoopprogramma waarschijnlijk vooral tijdelijke effecten op de verplichtingen en de bezittingen van pensioenfondsen en zijn eventuele structurele effecten ervan beperkt. Aangezien wijzigingen in de dekkingsgraad gespreid doorwerken in de uitkeringen, zijn de effecten op inkomens van gepensioneerden op korte termijn als gevolg van kortdurende schokken in de rente in algemene zin ook beperkt.

Bovenstaande complicaties bij de becijfering van de specifieke impact van het opkoopbeleid, nemen uiteraard niet weg dat de huidige lage rente-omgeving thans druk geeft op de financiële positie van pensioenfondsen.<sup>3</sup> In zijn algemeenheid hanteert het CPB als vuistregel dat een daling van de RTS met 1 procentpunt voor een gemiddeld fonds leidt tot een toename van de verplichtingen met ongeveer 20 procent. Het fondsvermogen neemt bij dezelfde daling van de rente, via koersstijgingen van vastrentende waarden en renteswaps, gemiddeld toe met zo'n 8 procent. Dit is exclusief het mogelijke positieve effect op de aandelenportefeuille via de genoemde *search for yield*, of positieve vertrouwenseffecten die uit kunnen gaan van monetair beleid. Per saldo zorgt een rentedaling met 1%-punt volgens deze vuistregel dus tot een daling van de dekkingsgraad met gemiddeld zo'n 12%. Het gaat hier nadrukkelijk niet om een inschatting van de effecten van het huidige ECB beleid. Verder zijn er grote verschillen tussen fondsen. Zo zijn fondsen die het renterisico relatief sterk hebben afgedekt minder gevoelig voor een verandering van de rente.

Het is vooral aan de pensioenfondsen zelf – net als voor andere financiële instellingen – om adequaat in te spelen op een veranderende renteomgeving. Zo kan een (structureel) lagere rente betekenen dat pensioenfondsen in overleg met sociale partners de gewenste verhouding tussen premie, ambitie en de mate van zekerheid moeten herijken. Zoals het

<sup>3</sup> Hierover is de Tweede Kamer meermaals geïnformeerd. Zie ook Kabinetsreactie najaarsrapportage DNB (18 november 2016), Kamerstuk 32 043, nr. 347.

kabinet in haar brief van 19 december jl. heeft aangegeven (Kamerstuk 34 563, nr. 4) kan de lage rente in ontwikkelde economieën in belangrijke mate worden verklaard uit structurele factoren en de economische ontwikkelingen na de financiële crisis.

Tot slot wil ik nogmaals benadrukken dat de lage rente-omgeving en het gevoerde onconventionele monetaire beleid van de ECB uiteenlopende voor- en nadelen kent op de gehele Europese en Nederlandse economie. Hoewel pensioenfondsen voor Nederland van groot belang zijn, is het voor een evenwichtige beeld belangrijk om breder te kijken dan louter de gevolgen die er op dit moment zijn voor de fondsen. In dit licht heeft het kabinet – mede op verzoek van de Kamer via motie van het lid Schouten c.s.<sup>4</sup> – aan het CPB en DNB gevraagd om een brede analyse te maken van langjarige lage rentestanden op de economie, overheid, pensioenfondsen en de bredere financiële sector.

De Minister van Financiën,  
J.R.V.A. Dijsselbloem

---

<sup>4</sup> Kamerstuk 34 550, nr. 39