

Vergaderjaar 2016–2017

**34 563**

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

**Nr. 4**

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

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 19 december 2016

Naar aanleiding van de initiatiefnota van het lid Omtzigt (CDA) over de gevolgen van het ECB-beleid voor pensioenfondsen heeft uw Kamer verzocht om een kabinetsreactie. Met deze brief voldoe ik namens het kabinet aan dat verzoek.

Allereerst geef ik een beknopt overzicht van de oorzaken van de lage rente in de eurozone. Vervolgens bespreek ik de effecten van de lage rentes voor de economie en pensioenfondsen. Tot slot zal ik reageren op de aanbevelingen van de initiatiefnota.

#### **Lage renteomgeving**

De rente in de eurozone en wereldwijd staat momenteel historisch gezien op een zeer laag niveau. Deze rente komt tot stand door interactie tussen vraag en aanbod in de geld- en kapitaalmarkten.

Sinds de jaren »80 is in ontwikkelde economieën een trend zichtbaar van dalende rentestanden, welke volgens het CPB vooral samenhangt met structurele factoren zoals de afname van inflatieverwachtingen en van potentiële economische groei, o.a. als gevolg van veranderingen in de leeftijdsopbouw van de bevolking<sup>1</sup>. Verder spelen ook innovaties een rol: IT-gerelateerde bedrijfssectoren zijn minder kapitaalintensief dan traditionele bedrijfstakken, hetgeen tevens de noodzaak tot en vraag naar investeringen verlaagt en daarmee de rentes drukt.

Naast deze structurele invloeden spelen momenteel ook onderliggende ontwikkelingen in de economische conjunctuur een belangrijke rol in de renteontwikkeling. Zo is er in de post-crisis periode sprake van balans-

<sup>1</sup> O. Ciocyte, S. Muns en M.H.C. Lever (2016), Determinants of long-term interest rates, CPB Background Document

herstel bij bedrijven en huishoudens, hetgeen gepaard gaat met minder investeringen en verhoogde besparingen. Dit drukt de rentestanden.

Daarnaast is de ECB een speler in de geld- en kapitaalmarkten. De uitvoering van verruimd monetair beleid door de opkoop van vermogens-titels verlaagt de rente verder, hoewel het lastig is vast te stellen hoe groot deze invloed is. De ECB zelf geeft aan dat het opkoopprogramma in 2014 en 2015 de rente op 10-jaars staatsobligaties in de eurozone met gemiddeld 47 basispunten heeft verlaagd. Dit effect verschilt echter tussen eurolanden: voor bijv. Duitsland raamt de ECB de renteverlaging op 10-jaars staatspapier als gevolg van het opkoopprogramma op zo'n 18 basispunten.<sup>2</sup> Belangrijk is ook om in gedachten te houden dat de ECB niet de enige centrale bank is die verruimd beleid voert: hetzelfde geldt voor centrale banken in o.a. Zwitserland, Zweden, het VK en Japan. Ook in de VS en elders is het monetair beleid nog niet genormaliseerd. Het beleid van al deze andere centrale banken kan tevens wegen op de rente, ook de rente in het eurogebied.

Concluderend kan worden gesteld dat de huidige lage rentes voor een belangrijk deel gedreven worden door vooral structurele en ook conjuncturele economische factoren. Ook bij een normalisering van monetair beleid in de eurozone is het daarmee niet de verwachting dat rentes structureel op substantieel hogere niveaus zullen komen te liggen.

### **Gevolgen lage rente voor de Nederlandse economie en pensioensector**

Het ruime monetaire beleid en de huidige lage rente beïnvloeden de Nederlandse economie via zeer uiteenlopende kanalen, zowel in positieve als in negatieve zin. Zo leidt een lagere rente en/of ruimer monetair beleid van de ECB *ceteris paribus* tot meer kredietvraag met positief effect op de consumptie, investeringen en daarmee de bbp-groei van het eurogebied en Nederland (*kredietkanaal*). Ook leidt ruimer monetair beleid in beginsel tot een depreciatie van de euro, waarvan – via de verbeterde prijsconcurrentiepositie – de uitvoersector profiteert, terwijl de prijzen van geïmporteerde goederen en diensten juist stijgen en de koopkracht drukken (*wisselkoerskanaal*). Daarnaast hebben bezitters van uitstaande obligaties baat bij een dalende rente (waarde van de uitstaande obligaties neemt toe), terwijl aandeelhouders mogelijk hebben geprofiteerd van de prijsopdrijvende werking van de *search for yield* die uitgaat van een lagere renteomgeving (*vermogenskanaal*). Onder andere Nederlandse pensioenfondsen profiteren hiervan. Verder kan worden beargumenteerd dat het ruime ECB-beleid heeft bijgedragen aan het herstel van vertrouwen in de eurozone economie, met positieve uitstraling naar de economische groei (*vertrouwenskanaal*). Meer groei binnen het eurogebied en Nederland ondersteunt de werkgelegenheid en loonontwikkeling en daarmee op zijn beurt weer de pensioenopbouw onder werknemers.

Voorts geldt, meer specifiek, dat onder andere de Nederlandse staat voordeel heeft van een lagere rente over haar schuld en ook de stijgende prijzen op de Nederlandse woningmarkt kunnen, na een flinke correctie tijdens de financiële crisis, niet los worden gezien van de huidige lage (hypotheek)rente. Deze lagere hypotheekrente ondersteunt het besteedbaar inkomen van Nederlandse huizenbezitters (o.a. bij herfinanciering).

<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). Voor Nederland maakt de ECB geen specifieke inschatting van de effecten van de ECB-aankopen op de 10-jaarsrente.

Daar staat onder meer weer tegenover dat de verdisconteerde verplichtingen van de Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars zijn gestegen. Het betreft hier de (toekomstige) pensioentoezeggingen aan deelnemers. Deze stijging van de verplichtingen door de lage rente is groter geweest dan de waardestijgingen van de bezittingen, waardoor dekkingsgraden onder druk staan.

Het is lastig om het netto-effect van al deze kanalen geaggregeerd dan wel separaat in beeld te brengen, temeer omdat het tijd kost voordat monetaire beleidsbesluiten doorwerken in de economie en dit beleid kan doorwerken in verwachtingen van economische actoren over het toekomstige monetaire beleid. Bovendien kennen de geschetste kanalen sterke onderlinge afhankelijkheden die elkaar kunnen versterken of juist kunnen tegenwerken. Omdat de ECB zich met het onconventionele beleid buiten de traditionele paden begeeft, kunnen ook andere gedragseffecten van bedrijven en consumenten optreden, die moeilijk in te schatten zijn. Het onconventionele monetaire beleid brengt verder het risico van de opbouw van onevenwichtigheden met zich mee. De potentiële kosten daarvan zijn moeilijk in te schatten zolang deze risico's zich niet materialiseren. Andere risico's, zoals fragmentatie van Europese kapitaalmarkten, nemen door het beleid juist weer af, maar ook hier is het lastig de effecten goed in te schatten.

Bij de analyse van de lage rente staat de initiatiefnota in het bijzonder stil bij de gevolgen voor de pensioensector en presenteert daarbij een aantal indicatieve berekeningen. Het kabinet ziet dat de dalende rente per saldo druk geeft op de financiële positie van de pensioenfondsen en de pensioenpremies en het kabinet heeft hier onlangs uitgebreid over gerapporteerd aan de Tweede Kamer.<sup>3</sup> Hierbij is het belangrijk om nogmaals te benadrukken dat pensioenuitvoerders wereldwijd vergelijkbare uitdagingen als gevolg van de mondiaal lage rente kennen. Recent onderzoek van het CPB – waarin pensioenregelingen van verschillende landen worden vergeleken – laat zien dat kapitaalgedekte pensioenen inherent gevoelig zijn voor ontwikkelingen van de rente.<sup>4</sup> Dit komt in elke soort regeling terug, zij het op uiteenlopende manieren. Het kabinet is van mening dat het Nederlandse financieel toetsingskader de effecten van renteveranderingen voor pensioenfondsen op de dekkingsgraad en premie voldoende dempt. Dit gebeurt onder andere door voortrollende hersteltermijnen van tien jaar te hanteren en de mogelijkheid voor sociale partners tot premiedemping. Dit laat onverlet dat een (structureel) lagere rente kan betekenen dat pensioenfondsen de gewenste verhouding tussen premie, ambitie en de mate van zekerheid mogelijk moeten herijken.

### **Aanbevelingen**

Hieronder zal nader worden ingegaan op de aanbevelingen uit de initiatiefnota.

*1) Treed in overleg met de andere Eurolanden over het gewenste kader voor het beleid van de Europese Centrale Bank. Het mandaat blijft handhaven van prijsstabiliteit.*

Artikel 127(1) van het EU-Werkingsverdrag geeft de ECB het mandaat om prijsstabiliteit te handhaven. Dit is de primaire doelstelling van monetair beleid. Het EU-Werkingsverdrag biedt daarnaast een belangrijk kader in de vorm van het verbod op monetaire financiering. In de invulling van het mandaat is er de nodige ruimte voor beoordeling bij de ECB. Dit past bij

<sup>3</sup> Zie kabinetsreactie najaarsrapportage DNB (18 november 2016), 2016-0000254372

<sup>4</sup> Zie M.H.C. Lever en M. Loois, Pensioen en rentegevoeligheid, CPB Policy Brief

de onafhankelijke rol en de bij de ECB aanwezige technische expertise om te bepalen hoe het mandaat passend kan worden ingevuld. Het kabinet onderschrijft de doelstelling voor prijsstabiliteit en het verbod op monetaire financiering. Daarnaast hecht het kabinet grote waarde aan de onafhankelijke rol van de ECB. Het kabinet acht het dan ook nodig noch opportuun om – al dan niet in overleg met andere eurolanden – de gewenste kaders waarin de ECB haar mandaat uitvoert nader te definiëren. Dergelijke acties kunnen de onafhankelijkheid van de ECB ondermijnen.

*2) Breng het risico dat overheden, ook via hun centrale banken, lopen door het opkoopbeleid in kaart en treed hierover in overleg met andere EZ landen. Kijk daarbij niet alleen naar het kredietrisico, maar ook naar het effect van een exit van het onconventionele beleid op de winst van de centrale banken en de kans op een nieuwe financiële crisis.*

In het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie is vastgelegd dat de nationale centrale banken voldoende gekapitaliseerd dienen te zijn voor de risico's die zij lopen. Nationale centrale banken (NCB's) dienen onafhankelijk hun taken uit te kunnen voeren. Dit kan alleen indien zij ook financieel onafhankelijk zijn. Binnen die grenzen kunnen in het Statuut van een NCB afspraken worden gemaakt omtrent winstafdracht. Het is niet aan het kabinet om zich uit te spreken over afspraken tussen andere lidstaten en hun NCB's over de winstafdracht.

Het ECB-opkoopprogramma bestaat uit meerdere componenten: zo worden bedrijfsobligaties, gedekte obligaties en asset-backed securities opgekocht. Het grootste deel van de aankopen betreft echter staatsobligaties. Over deze aankopen – waarbij vooral nationale centrale banken staatsobligaties van de eigen overheid kopen – is risicodeling beperkt. Dit limiteert dus de kredietrisico's op de balans van DNB. Voor DNB is er bij deze aankopen wel een renterisico dat zich materialiseert als de beleidsrentes stijgen. Wanneer in de toekomst de rente stijgt, heeft DNB namelijk langlopende opgekochte stukken met een lage rentevergoeding op de balans staan (activazijde), terwijl tegelijkertijd een hogere beleidsrente moet worden vergoed op de deposito's van banken (passivazijde). DNB hanteert een risicobeleid waarbij zij voldoende gekapitaliseerd is indien de aanwezige buffers met een hoge mate van zekerheid de financiële risico's overstijgen. Vanwege de toegenomen risico's als gevolg van QE heeft DNB zich genoodzaakt gezien om een voorziening op te bouwen om daarmee haar buffers te versterken. DNB houdt daarmee dus in haar kapitalisatie ook rekening met een toekomstige stijging van de beleidsrentes. Ik heb onlangs een brief van DNB aan uw Kamer doorgeleid die u hier uitgebreider over informeert<sup>5</sup>.

Tot slot hanteert het Eurosysteem een risicomanagement raamwerk, met onder andere een risicomanagementcomité om de risico's van activiteiten, onder andere op het gebied van monetair beleid, te toetsen en te wegen. Het is aan de ECB om een afweging te maken van de voor- en nadelen van beleidsstappen, voor haar balans en voor bredere marktomstandigheden. Dit geldt ook voor een toekomstige afwikkeling van de opkoopprogramma's.

*3) Laat een juridische analyse maken van de vraag in hoeverre het huidige opkoopbeleid binnen het Verdrag is toegestaan. De ECB grijpt steeds verder in de werking van financiële markten in, terwijl ze cf het Verdrag behoort te opereren binnen de grenzen van een markteconomie. In deze*

<sup>5</sup> <https://www.rijksoverheid.nl/ministeries/ministerie-van-financien/documenten/kamerstukken/2016/12/01/aanbiedingsbrief-bij-brief-dnb-inzake-modelherziening>

*analyse moet ook de wetsgeschiedenis en de context van de bepalingen in het Verdrag worden meegenomen. In hoeverre zijn de grote opkoopbedragen van staatsobligaties in de secundaire markt te verenigen met de filosofie die ten grondslag ligt aan het zogenoemde verbod op monetaire financiering?*

In de uitvoering van het mandaat voor prijsstabiliteit opereert de ECB onafhankelijk. Het is daarom niet aan het kabinet om uitspraken te doen over hoe elke ECB-maatregel zich verhoudt tot het mandaat of om de grenzen van dit mandaat te definiëren. Alleen in de hypothetische situatie van een evidente overschrijding van de grenzen van het Verdrag zou ik het gepast vinden dat nationale overheden zich daarover zouden uitspreken. Dit zou bijvoorbeeld het geval zijn in het geval van opkoop van staatsobligaties op de primaire markt. Artikel 123 VWEU verbiedt de aankoop van staatsobligaties op de primaire markt.

Opkoop van staatsobligaties op de secundaire markt is in beginsel echter toegestaan. Dit volgt uit het ESCB-statuut en is bevestigd in de uitspraak van het EU-hof in de zaak Gauweiler<sup>6</sup>. In Artikel 18.1 van het ESCB-statuut is bepaald dat de ECB in de financiële markten mag opereren door verhandelbare effecten aan te kopen. De zaak Gauweiler had betrekking op het OMT-programma van de ECB. Het Hof heeft in deze zaak geoordeeld dat het OMT-programma binnen het mandaat van de ECB valt en niet strijdig is met het verbod op monetaire financiering zoals vastgelegd in artikel 123 VWEU. In de uitspraak bevestigt het Hof dat het opkopen van staatsobligaties in beginsel valt onder de instrumenten die het ESCB ter beschikking staan.

Het Hof heeft in deze uitspraak ook beperkingen aangegeven. Zo mogen aankopen op de secundaire markt de doelstelling van artikel 123 VWEU niet omzeilen. Het Hof geeft aan dat uit de voorbereidende werkzaamheden voor het Verdrag van Maastricht blijkt dat artikel 123 VWEU beoogt «de lidstaten ertoe aan te zetten een gezond begrotingsbeleid te voeren door te voorkomen dat een monetaire financiering van overheidstekorten of een bevoorrechte toegang van overheden tot de kapitaalmarkten leidt tot een bovenmatige schuldenlast of buitensporige begrotingstekorten van de lidstaten»<sup>7</sup>. Aankoop van staatsobligaties op de secundaire markt mag volgens het Hof dan ook niet de prikkel voor gezond begrotingsbeleid ontnemen. Het mag daarnaast volgens het Hof in de praktijk niet hetzelfde effect hebben als aankopen op de primaire markt. Het Hof heeft geoordeeld dat de vormgeving van het OMT-programma aan deze eisen voldoet en niet strijdig is met het verbod op monetaire financiering. ECB Governing Council lid Yves Mersch heeft in een recente toespraak<sup>8</sup> toegelicht dat in het Public Sector Purchase Programme (onderdeel van ECB-opkoopprogramma waarbinnen overheidsobligaties opgekocht worden) waarborgen zijn ingebouwd om te voorkomen dat het verbod op monetaire financiering wordt omzeild. Hij verwees hierbij naar de zogenaamde *black-out period*, die inhoudt dat het Eurosysteem geen obligaties opkoopt in de periode rondom een obligatie-uitgifte om de prijsvorming niet te verstoren. Daarnaast hanteert het Eurosysteem binnen het PSPP opkooplimieten om de marktwerking te behouden. Hij gaf hierbij aan dat deze kenmerken in overeenstemming zijn met de eis om op basis van het principe van een markteconomie te opereren.

Hieruit volgt dat opkoop van staatsobligaties door de ECB op de secundaire markt in beginsel is toegestaan en dat de ECB zelf waarborgen in

<sup>6</sup> Arrest C-62/14

<sup>7</sup> Arrest C-62/14, paragraaf 100

<sup>8</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160409.en.html>

haar instrumenten inbouwt om het verbod op monetaire financiering te respecteren. Er is wat mij betreft dan ook geen aanleiding om te concluderen dat er sprake zou zijn van een evidente overschrijding van de grenzen van het Verdrag. In het licht hiervan en gezien de noodzaak tot terughoudendheid van nationale overheden om zich te mengen in ECB-beleid, zie ik geen aanleiding om een nadere juridische analyse te laten uitvoeren.

*4) Bereid als Nederlandse overheid mogelijke Verdragswijzigingen voor die de mogelijkheden van de ECB om in de primaire en/of secundaire markt overheidsobligaties op te kopen zeer sterk beperken. Breng dit als Nederlands voorstel in bij een volgende mogelijke Verdragswijziging.*

Een Verdragswijziging is niet aan de orde. Zoals hiervoor aangegeven acht ik het nodig noch opportuun om de gewenste kaders voor ECB-beleid nader te definiëren, door middel van een eventuele Verdragswijziging of anderszins.

*5) Maak, afhankelijk van aanbeveling 3, zo mogelijk met andere landen een zaak aanhangig tegen de ECB bij het Europees Hof van Justitie voor o.a. het schenden van artikel 123 van het Verdrag.*

Gegeven de reactie op aanbeveling 3 zie ik hier geen aanleiding toe.

### **Concluderend**

De initiatiefnota vraagt aandacht voor een voor Nederland belangrijk vraagstuk. Het kabinet acht het zijn verantwoordelijkheid ontwikkelingen in de rente, economie en pensioenen nauwgezet in de gaten te houden en hier waar nodig adequaat op te reageren.

Specifiek ten aanzien van de pensioenen heeft het kabinet – in het licht van de financiële positie van de pensioenfondsen – gekeken naar de effecten van een eventuele verlenging van de hersteltermijn. Hierover zal het kabinet in januari een besluit nemen. Ook heeft het kabinet deze zomer een Perspectiefnota over de toekomst van het pensioenstelsel uitgebracht, om ook naar de toekomst toe de houdbaarheid hiervan te waarborgen<sup>9</sup>.

Ten algemene dienen in de optiek van het kabinet zowel de uiteenlopende voor- als nadelen van een lage renteomgeving op evenwichtige wijze te worden beschouwd. Het kabinet heeft dan ook, mede op verzoek van de Kamer via de motie Schouten c.s.<sup>10</sup>, aan het CPB en DNB gevraagd om een brede analyse te maken van de effecten van langjarige lage rentestanden op de economie, overheid, pensioenfondsen en de bredere financiële sector.

Het kabinet hecht aan de onafhankelijkheid van de ECB in de uitvoering van haar mandaat. Zoals uiteengezet vindt het kabinet het nodig noch opportuun om stappen te ondernemen om tot aanpassing van de kaders voor de ECB te komen.

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

<sup>9</sup> Zie kabinetsreactie najaarsrapportage DNB (18 november 2016), Kamerstuk 32 043, nr. 347

<sup>10</sup> Kamerstuk 34 550, nr. 39