

Vergaderjaar 2016–2017

**34 563**

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

**Nr. 2**

### **INITIATIEFNOTA**

| Inhoudsopgave                                                                                              | blz.      |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1. Samenvatting</b>                                                                                     | <b>2</b>  |
| <b>2. Inleiding</b>                                                                                        | <b>2</b>  |
| <b>2.1. Aanleiding voor de initiatiefnota</b>                                                              | <b>3</b>  |
| 2.1.1. Doelstellingen van de Europese Centrale Bank                                                        | 4         |
| <b>2.2. Wat is rente en wat is het belang van rente voor het pensioen?</b>                                 | <b>6</b>  |
| 2.2.1. Relatie rente en pensioen                                                                           | 6         |
| <b>2.3. Hoe werkt de lage rente door op de premie?</b>                                                     | <b>6</b>  |
| <b>2.4. Wat zijn de gevolgen van een lagere rente voor de pensioenen?</b>                                  | <b>7</b>  |
| <b>3. Nederlandse stelsel in beeld: effecten ECB-beleid op de Nederlandse pensioenfondsen</b>              | <b>7</b>  |
| <b>3.1. Nederlandse pensioenstelsel in internationaal perspectief</b>                                      | <b>7</b>  |
| <b>3.2. Rentegevoeligheid hangt samen met de aard van het pensioencontract en de aard van het toezicht</b> | <b>8</b>  |
| <b>3.3. Indicatie van effect van ECB-beleid voor pensioenfondsen en pensioendeelnemers</b>                 | <b>9</b>  |
| 3.3.1. Aanpak analyse                                                                                      | 9         |
| 3.3.2. Indicatie van effect ECB-beleid voor verplichtingen pensioenfondsen                                 | 9         |
| 3.3.3. Indicatie van effect ECB-beleid voor pensioen individuele deelnemers                                | 10        |
| 3.3.4. Indicatie van effect ECB-beleid op de pensioenpremie                                                | 11        |
| <b>4. De ECB</b>                                                                                           | <b>11</b> |
| <b>5. Aanbevelingen</b>                                                                                    | <b>12</b> |
| <b>6. Financiële consequenties</b>                                                                         | <b>12</b> |

## 1. Samenvatting

Het beleid van de Europese Centrale Bank leidt tot een lagere rente. Op basis van de schattingen in een ECB-paper, berekent de indiener hoe hoog de schade voor Nederlandse pensioenfondsen bij benadering is, voor de pensioenpremies, voor de pensioenuitkeringen en voor de pensioenvermogens.

De indiener is op basis hiervan van mening dat het opkoopprogramma beperkt of het liefst beëindigd moet worden en doet hiertoe vijf voorstellen.

## 2. Inleiding

De Europese Centrale Bank (ECB) voert een zeer uitzonderlijke monetair beleid. De centrale banken in de eurozone kopen zo massaal staats-schulden en sinds kort ook schulden van bedrijven op, dat de rente op staatleningen tot ongeveer 10 jaar op of onder de 0% gedaald is. Vooral landen met grote schulden hebben profijt van dit beleid. Ook over historisch hoge schulden, betalen zij relatief weinig nominale rente.

De inflatie in de eurozone moet hiermee aangewakkerd worden, omdat zij al tijden rond de 0% ligt. Sommige landen in de eurozone hebben last van deflatie. De 0% rente is in historisch perspectief extreem laag. In de 400 jaar voor 2012 was de rente op langjarige staatleningen altijd boven de 2%.

De gevolgen in de sectoren van de economie die gestimuleerd moeten worden, zijn soms minimaal. De bedrijfsinvesteringen, die groei en banen moeten creëren, stijgen niet bijzonder hard. Wel gaan de huizenprijzen in gebieden met schaarse ontezzend snel omhoog. Het beleid is voor mensen met spaargeld zeer nadelig. In Nederland betalen spaarders meer belasting over hun spaargeld dan dat men rente ontvangt. Daarnaast belemmert het beleid de herstructurering van de particuliere en overheidssector in delen van het eurogebied en een gezonde werking van financiële markten. Levensverzekeringen worden geraakt. Het beleid verhoogt de kans op zeepbellen en die spatten een keer uit elkaar met vaak pijnlijke gevolgen. Een nieuwe financiële crisis als een gevolg daarvan is niet uit te sluiten.

Juist de pensioenfondsen hebben enorm veel last van de lage rente. Pensioenfondsen moeten, net als verzekeraars, hun verplichtingen in de toekomst waarderen tegen de marktrente. Als die 0% is, dan kan een fonds geen rendement maken op het kopen van obligaties. Dit betekent dat wanneer een fonds een uitkering van 100 euro nominaal belooft over 10 jaar, bij een rente van 0% op tienjarige staatleningen, nu al 100 euro in kas moet hebben. Pensioenfondsen investeren een groot deel van de pensioeninleg in veilige staatsobligaties, waarmee ze in grote mate worden getroffen van de lage rendementen op deze leningen. De verzekeraars stoppen op dit moment al met het aanbieden van garantiecontracten, gewoon omdat ze veel en veel te duur zijn. Daarmee is duidelijk dat de lage rente leidt tot zeer grote pijn bij gepensioneerden en deelnemers aan pensioenfondsen: zij hebben al jaren geen indexatie gehad en in sommige gevallen hebben pensioenfondsen de pensioenrechten gekort. Op dit moment hebben bijna alle pensioenfondsen in Nederland een dekkingstekort, zodat in de nabije toekomst verdere kortingen zullen volgen. Deze kortingen raken zowel werkenden van wie de aanspraken worden gekort als gepensioneerden. Er is een rechtstreeks verband tussen het beleid van de ECB en de zeer lage rente op de kapitaalmarkt, zoals de ECB ook zelf heeft onderzocht. En

is een rechtstreeks verband tussen de zeer lage rente en de kortingen op de pensioenen.

Tot nu toe heeft niemand schattingen willen maken van de gevolgen van het lage rente beleid voor de pensioenfondsen en daarmee de gepensioneerden en mensen die pensioen opbouwen. Dat is zeer merkwaardig. Het vermogen van de Nederlandse pensioenfondsen bedraagt nu meer dan € 1.200 miljard. Het is veruit het belangrijkste bezit in Nederland. Verder is de omvang van de Nederlandse pensioenfondsen uniek in de wereld. Deze gevolgen voor pensioenfondsen zijn dus ook veel groter dan elders. Vandaar dat het relevant is om de gevolgen in kaart te brengen. En om, nadat de gevolgen in kaart gebracht zijn, te overwegen of de gevolgen dragelijk zijn of dat er actie moet worden ondernomen. In deze initiatiefnota maak ik een schatting van de totale schade die het extreem ruime monetaire beleid van de ECB veroorzaakt bij Nederlandse pensioenfondsen en doe ik aanbevelingen.

### *2.1 Aanleiding voor de initiatiefnota*

De aanleiding van deze initiatiefnota is eigenlijk heel simpel: ondanks vele verzoeken heeft de Nederlandse regering consequent geweigerd om de gevolgen van het lage rente beleid van de ECB voor het Nederlandse pensioenstelsel en voor de rest van de Nederlandse economie te onderzoeken.

Het schatten van de gevolgen van het ECB beleid is niet gemakkelijk. Er zijn namelijk veel potentiële redenen voor de lage rente in de Eurozone: de aanhoudend zwakke Europese economie, de demografie en het beleid van de ECB zijn allemaal factoren die bijdragen aan deze zeer lage rente. Het is onmogelijk ze heel precies uit elkaar te halen in een schatting. De moeilijkheid om te schatten en de verlegenheid om een reactie te geven als blijkt dat de gevolgen van het ECB beleid voor de Nederlandse pensioensector groot zijn, zijn echter wel twee heel slechte redenen om geen enkele poging te wagen.

In Nederland wordt namelijk zo ongeveer elk beleid doorgerekend door ministeries, door het CPB of door DNB. Elk verkiezingsprogramma wordt doorgerekend of het over 8 jaar leidt tot bijvoorbeeld 0,1% extra export of 0,1% extra banen, of het leidt tot meer biodiversiteit of een betere belevingswaarde van natuur en landschap. En natuurlijk ook of het leidt tot 0,01 miljard extra reisbaten of juist niet. En de schattingen worden, zonder de bijbehorende onzekerheidsmarges, nog voor waar aangenomen ook. Echter of het extreme monetaire beleid een invloed heeft op de grootste spaarpot van Nederland van meer dan 1200 miljard, wordt niet doorgerekend. Net zo min als het gemakkelijk is om een verkiezingsprogramma door te rekenen, zo is het ook niet eenvoudig om de gevolgen van het beleid van de ECB tot op de komma nauwkeurig in kaart te brengen. Het effect op pensioenfondsen is één van de vele effecten van de lage rente en het effect is netto negatief op Nederland. Niet alle effecten zijn negatief: op de overheidsfinanciën heeft een lage rente een netto positief effect vanwege de lagere rentelasten op de staatsschuld. Weer elders heeft de lage rente juist negatieve effecten zoals de vorming van bubbels op de huizenmarkt, vooral waar aanbod schaars en onelastisch is. Deze effecten zou je in een algemeen evenwichtsmodel kunnen schatten, maar dat gaat te ver voor een initiatiefnota.

In deze initiatiefnota maak ik een schatting van slechts één gevolg van de lage rente, namelijk het gevolg voor de pensioensector. Gezien het feit dat de Nederlandse pensioenfondsen op dit moment massaal een dekkingsgraad hebben van minder dan 100%, dreigen massale kortingen de

komende jaren. Voor een deel zijn deze het gevolg van het beleid van de ECB en dat wil ik hier expliciet in kaart brengen.

### 2.1.1 Doelstellingen van de Europese Centrale Bank

De ECB opereert binnen de Europese verdragen. In deze verdragen zit de opdracht tot prijsstabiliteit.<sup>1</sup> De ECB heeft dat zelf gedefinieerd als een stijging van de consumentenprijsindex van onder, maar dicht bij 2% gemiddeld in de hele Eurozone, op de middellange termijn. Zij bestrijdt zowel deflatie als inflatie boven de 2%. De lage en negatieve rente van dit moment zijn vooral bedoeld om deflatie te voorkomen en te bestrijden. Het is overigens twijfelachtig of negatieve rente wel een effectieve manier is om deflatie te bestrijden, maar die discussies laat ik buiten deze initiatiefnota. Monetair financieren is expliciet verboden in artikel 123 van het werkingsverdrag van de Europese Unie.<sup>2</sup> De ECB en de Nationale banken mogen dus niet rechtevreeks geld lenen aan overheden. Toch heeft de ECB in haar beleid om deflatie te bestrijden een aantal stappen genomen die op de grens van monetaire financieren liggen. Ook erkent de ECB in haar jaarverslag over 2015 dat niet alle deelnemende landen zich aan het verbod op monetaire financieren houden. Zij stelt<sup>3</sup>: «De voor 2015 uitgevoerde controle bevestigde dat de bepalingen van de Artikelen 123 en 124 van het Verdrag en de daarmee samenhangende Verordeningen van de Raad in het algemeen werden nageleefd» en noemt ook elk jaar voorbeelden van overtredingen. De ECB en de centrale banken kopen de obligaties niet rechtstreeks van de overheden maar kopen ze op de secundaire markt, vaak al na een paar weken.

Drie programma's van het stelsel van Europese Centrale banken verdienen bijzondere aandacht:

1. *OMT (Outright Monetary Transactions). Onder dit programma heeft voorzitter Draghi zich bereid verklaard om op de secundaire markt staatsleningen te kopen van een land dat een ESM-lening krijgt, aan de voorwaarden voor een steunprogramma voldoet en toegang heeft tot de kredietmarkten. Dit instrument is nog niet gebruikt.*
2. *QE: Onder de asset purchase programma's kopen de nationale Centrale Banken leningen van overheden, van supranationale instellingen en sinds kort van private bedrijven op de secundaire markt. Op dit moment bedraagt de aankoopssom 80 miljard euro per maand. Dat is 30.000 euro per seconde.*

<sup>1</sup> Artikel 127, lid 1 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie:

Het hoofddoel van het Europees Stelsel van Centrale Banken hierna «ESCB» te noemen, is het handhaven van prijsstabiliteit. Onverminderd het doel van prijsstabiliteit ondersteunt het ESCB het algemene economische beleid in de Unie teneinde bij te dragen tot de verwezenlijking van de in artikel 3 van het Verdrag betreffende de Europese Unie omschreven doelstellingen van de Unie. Het ESCB handelt in overeenstemming met het beginsel van een openmarkteconomie met vrije mededinging, waarbij een doelmatige allocatie van middelen wordt bevorderd, en met inachtneming van de beginselen die zijn neergelegd in artikel 119.

<sup>2</sup> **Artikel 123 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie:**

1.

Het verlenen van voorschotten in rekening-courant of andere kredietfaciliteiten bij de Europese Centrale Bank of de centrale banken van de lidstaten, (hierna «nationale centrale banken» te noemen), ten behoeve van instellingen, organen of instanties van de Unie, centrale overheden, regionale, lokale of andere overheden, andere publiekrechtelijke lichamen of openbare bedrijven van de lidstaten, alsmede het rechtstreeks van hen kopen door de Europese Centrale Bank of nationale centrale banken van schuldbewijzen, zijn verboden.

2.

Het bepaalde in lid 1 is niet van toepassing op kredietinstellingen die in handen van de overheid zijn en waaraan in het kader van de liquiditeitsvoorziening door centrale banken dezelfde behandeling door de nationale centrale banken en de Europese Centrale Bank wordt gegeven als aan particuliere kredietinstellingen.

<sup>3</sup> ECB Jaarverslag 2015, pags. 99 en 100

3. *ANFA: Nationale centrale banken mogen binnen limieten financiële activa aanhouden ook van de overheden. Er zijn duidelijke signalen dat nationale centrale banken zich niet altijd aan de limieten gehouden hebben.*

Er zijn regelmatig vragen of deze programma's wel binnen het verdrag passen. In de zaak-Grauweiler<sup>4</sup> oordeelde het Europees Hof in Luxemburg dat OMT niet in strijd hoeft te zijn met het verdrag en verleende het de ECB een grote mate van autonomie om zelf te bepalen of het zich aan het verdrag houdt. Het hof heeft nog geen oordeel kunnen vellen over de grote asset purchase programma's van de ECB. Het hof heeft nog geen uitspraak gedaan of die programma's, waaronder de ECB en de andere centrale banken, grote delen van leningen in de Eurozone opkopen, compatibel is met bijvoorbeeld het handelen in overeenstemming met het beginsel van een open markteconomie en de bevordering van doelmatige allocatie van middelen<sup>5</sup>. De rente van 0% leidt zeker niet tot een doelmatige allocatie van kapitaal.

Het programma is ook niet zonder risico voor de Nederlandse staat, de aandeelhouder van De Nederlandsche Bank. DNB neemt deel in de ECB en deelt ook in de winsten en verliezen. In maart 2016 kondigde Minister Dijsselbloem aan dat DNB in een aantal jaren een extra buffer van € 3,8 miljard moest opbouwen voor het QE-programma.<sup>6</sup>

Het aandeel van DNB in de Expanded Assets Purchase Programme (EAPP) opkopen is per eind augustus:<sup>7</sup>

| DNB aandeel        | Risicodeling binnen Eurosysteem | EUR mrd |
|--------------------|---------------------------------|---------|
| PSPP NL            | Nee                             | 47,6    |
| PSPP govt en supra | Ja                              | 12,3    |
| CBPP3              | Ja                              | 10,8    |
| ABSPP              | Ja                              | 1,1     |
| CSPP               | Ja                              | 1,1     |

DNB erkent in haar rapport<sup>8</sup> dat kwantitatieve verruiming een dalende rente tot gevolg gehad heeft in de afgelopen jaren. Zij berekent echter alleen het effect op de Ultimate Forward Rate (een deel van de lange rentecurve waarvoor DNB de berekening voorschrijft en juist niet de markt) om vast te stellen dat alleen al op basis daarvan bijvoorbeeld de premies fors zullen stijgen en de dekkingsraden dalen. Maar er is geen schatting van de totale kosten van het beleid van de ECB op de pensioenfondsen te maken.

De Nederlandse regering ontraadde een CDA motie<sup>9</sup> om een schatting te laten maken en de Kamer verwierp hem in 2015.

<sup>4</sup> C-62/14. Grauweiler was een parlementslid namens de CSU in Duitsland

<sup>5</sup> Artikel 127, lid 1 van het werkingsverdrag

<sup>6</sup> Kamerstuk 32 013, nr. 24

<sup>7</sup> Antwoord 126 op Kamervragen bij de Miljoenennota 2017 (Kamerstuk 34 550, nr. 31), 30 september 2016.

<sup>8</sup> «Onderzoek gevolgen lage rente en UFR voor de financiële positie van pensioenfondsen», 9 oktober 2015. Bron: <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/rapporten/2015/10/09/onderzoek-gevolgen-lage-rente-en-ufr-voor-de-financiele-positie-van-pensioenfondsen>

<sup>9</sup> Kamerstuk 34 320, nr. 6

Recentelijk heeft de ECB wel een overzicht gepubliceerd<sup>10</sup> van studies over het aankondigingseffect van kwantitatieve verruiming (QE) op de 10-jaars rente in de Eurozone en in andere landen die kwantitatieve verruiming hebben doorgevoerd. Voor de eurozone geeft een QE-programma van 10% van het BBP (de omvang van de economie) een verlaging van de 10 jaarsrente van 0,47%. De studies lopen uiteen van 0,27% tot 0,64%.

De omvang van het huidige QE-programma zit nu rond de 11 tot 12% van het BBP van de eurozone. Dat betekent dat de centrale schatting van enkel het aankondigingseffect al meer dan 0,5% is. In andere landen werden soms uitschieters gevonden tot 1,75% rentestijging bij een programma ter waarde van 10% van het BBP.

## *2.2. Rente en het belang voor het pensioen*

### *2.2.1 Relatie rente en pensioen*

Sinds de invoering van het Financieel Toetsingskader in de Pensioenwet in 2007 worden de verplichtingen van pensioenfondsen gewaardeerd tegen de risicovrije rente, dat is de rente op staatsleningen. Bij een rente van 0% moet een fonds voor een verplichting van 100 euro over 20 jaar op dit moment 100 euro in kas hebben. Bij een rente van 5% hoeft een fonds slechts € 37,68 in kas te hebben. Als je € 37,68 op een bankrekening met een vaste rente van 5% zet, 20 jaar lang, heb je namelijk precies € 100. Als de rente op langjarige staatsleningen fors daalt, moet een pensioenfonds dus fors meer geld in kas hebben. Een aantal partijen stelt voor om de rekenrente te verhogen, omdat zij ervan uit gaan dat de lage rente kunstmatig en tijdelijk laag is. Het kunstmatige klopt, maar het tijdelijke niet. Het echte probleem is dat je ook echt 0% rendement maakt wanneer je in staatsobligaties belegt (in dit voorbeeld). Als je dan een hogere rekenrente hanteert, weet je zeker dat je tekort komt op uitkeringsdatum en stel je het probleem uit naar de toekomst. Dit leidt tot grotere kortingen in de toekomst.

De relevantere vraag is dus: waarom hebben we deze lage rente en zou minder ingrijpen van de ECB en centrale banken, die onder alleen al de asset purchase programma's al bijna € 1.300 miljard hebben opgekocht, niet tot een normalere situatie leiden?

### *2.3. Hoe werkt de lage rente door op de premie?*

Een lagere rente maakt het pensioen duurder. Dit vertaalt zich in een hogere premie bij een gelijke ambitie en zekerheid. Dat geldt zowel voor uitkeringsovereenkomsten als voor beschikbare premieregelingen. Binnen het FTK kan een lagere rente zich op verschillende manieren door vertalen in de premie. De minimale premie die fondsen moeten hanteren is de kostendekkende premie. Deze gehanteerde kostendekkende premiesystematiek verschilt daarbij per fonds. Pensioenfondsen kunnen de kostendekkende premie baseren op de rentetermijnstructuur (actuele rente) of, om de kostendekkende premie te stabiliseren, op een gemiddelde van de rente van de afgelopen jaren of op een verwachte rendement. Uiteindelijk wordt de feitelijke te betalen premie vastgesteld door de sociale partners. Deze feitelijke premie kan hoger zijn dan de gehanteerde kostendekkende premie.

---

<sup>10</sup> The ECB's asset purchase programme: an early assessment, Philippe Andrade, Johannes Breckenfelder, Fiorella De Fiore, Peter Karadi, Oreste Tristani, working paper 1956 of the ECB, September 2016

## *2.4 Wat zijn de gevolgen van een lagere rente voor de pensioenen?*

Bij een hogere rente, is er minder geld nodig voor nieuwe pensioenopbouw. De kostendekkende premie is dan namelijk lager. In het eerdere voorbeeld hebben we gezien dat voor de toezegging van € 100 rechten over 20 jaar bij een rente van 5%, een premie van € 37,69 euro volstaat. Maar als de rente 0% bedraagt, moet € 100 premie gevraagd worden. Een verschil in rente werkt dus heel hard door in de premie. In de praktijk werkt een rentedaling niet onmiddellijk in zijn geheel door in de premie. De kostendekkende premie wordt vaak gedempt door bijvoorbeeld een middeling van de rentes toe te passen. Pas na een aantal jaren werkt de rentedaling door in een fors hogere premie. Natuurlijk kunnen werkgevers en werknemers er ook voor kiezen om de opbouw te verlagen.

Bij een lagere rente hebben pensioenfondsen ook meer vermogen nodig voor hun bestaande verplichtingen, die ze al zijn aangegaan. Ze kunnen namelijk in de toekomst minder rendement verwachten. Als de rente daalt dan daalt onmiddellijk hun dekkingsgraad. In de eerste fase betekent dat minder buffers en dus minder of geen indexatie. Wanneer de dekkingsgraad verder zakt betekent dat pensioenkortingen, die eventueel uitgesmeerd worden in de tijd. Deze kortingen treffen niet alleen de rechten van gepensioneerden, maar ook nog niet ingegane pensioenen. Hierna volgen enkele getallenvoorbeelden die dit effect illustreren. In die berekeningen ga ik er van uit dat het fonds het renterisico deels (voor 40%) heeft afgedekt met rentederivaten. De derivaten stijgen in waarde wanneer de rente daalt en omgekeerd. En dempen daarmee het effect van renteschommelingen.

## **3. Nederlandse stelsel in beeld: effecten ECB monetair beleid op het Nederlandse pensioenstelsel**

### *3.1 Nederlandse pensioenstelsel in internationaal perspectief*

Gemiddeld is circa de helft van het Nederlandse inkomen van gepensioneerden gefinancierd op omslagbasis (AOW) en de helft op kapitaalbasis. Beide pijlers samen leiden in verwachting tot een goed pensioeninkomen. In internationaal perspectief is er in Nederland een relatief hoog bedrag gespaard in de 2<sup>e</sup> pijler. Daarmee dachten wij goed voorbereid te zijn op de komende vergrijzingsgolf, maar daardoor hebben Nederlandse pensioenen nu wel relatief veel last van de lage rente. De pensioenbesparingen in de Nederlandse pensioenfondsen zijn uniek.

Zij zijn de hoogste binnen de OESO en veruit de hoogste in de eurozone. Zij bedragen ongeveer 2 keer het BBP. Binnen de Eurozone is de meerderheid van pensioenvermogen in handen van Nederlandse pensioenfondsen. Dit terwijl Nederland slechts 5% van de bewoners van de eurozone heeft. Het is van belang dit op te merken, want de ECB moet haar beleid afstemmen op de grootste gemene deler. En dat is dus een land met een relatief kleine pensioensector. Dit betekent ook dat wanneer pensioenfondsen in Nederland veel last hebben van het ECB beleid en dit een groot effect heeft op Nederland, de effecten op andere landen veel, veel gematigder zijn.

Andere landen hebben vaak wel hogere en inkomensafhankelijk staatspensioenen, die via een omslagstelsel gefinancierd zijn. Nederland heeft een inkomensafhankelijke AOW voor mensen boven de pensioenleeftijd.

### 3.2. Rentegevoeligheid hangt samen met de aard van het pensioencontract en de aard van het toezicht

De lage rente is ongunstig voor alle kapitaal gedekte pensioenstelsels en ook voor alle spaarders. Daarbij komt dat de manier waarop het 2<sup>e</sup> pijler pensioen in Nederland is georganiseerd, leidt tot een relatief grote rentegevoeligheid. Dit komt door de aard van de pensioentoezeggingen, het moment waarop de verplichtingen worden aangegaan in de veel voorkomende uitkeringsregelingen en doordat het toezichtkader is gebaseerd op marktwaardering:

- Het huidige stelsel probeert het nakomen van toezeggingen zo zeker mogelijk te maken. Daarom wordt een risicovrije marktrente gebruikt voor de waardering van pensioenverplichtingen.
- De pensioenaanspraken hebben zeer lange looptijden doordat pensioenaanspraken worden opgebouwd vanaf de start van de loopbaan. Hierdoor nemen de rente op rente effecten toe. Dit geldt in het bijzonder voor de verplichtingen van jongere en middelbare deelnemers.

Onderstaand vereenvoudigd voorbeeld illustreert het verschil in de rente op rente effecten voor een pensioendeelnemer van 27 jaar versus een pensioendeelnemer van 62 jaar:

| Deelnemer | Benodigde euro's in 2008 en 2015 voor 100 euro op pensioendatum |          |         | Risicovrije rente in 2008 en 2015 bij looptijd van 40 jaar versus 5 jaar |          |         |
|-----------|-----------------------------------------------------------------|----------|---------|--------------------------------------------------------------------------|----------|---------|
|           | Q3, 2008                                                        | Q3, 2015 | Mutatie | Q3, 2008                                                                 | Q3, 2015 | Mutatie |
| 27 jaar   | 18 euro                                                         | 44 euro  | 147%    | 4,25%                                                                    | 2,06%    | – 52%   |
| 62 jaar   | 79 euro                                                         | 98 euro  | 25%     | 4,65%                                                                    | 0,35%    | – 93%   |

- De deelnemer van 27 jaar had in 2008 **18** euro nodig om na 40 jaar risicovrij beleggen een bedrag van 100 euro te realiseren. In 2015 zou een deelnemer van 27 jaar hiervoor **44** euro nodig hebben **(+147%)**. De 40-jaars risicovrije rente was 4,25% in Q3, 2008 en 2,06% in Q3, 2015.
- De deelnemer van 62 jaar had in 2008 **79** euro nodig om na 5 jaar risicovrij beleggen een bedrag van 100 euro te realiseren. In 2015 zou een deelnemer van 62 jaar hiervoor **98** euro nodig hebben **(+25%)**. De 5-jaars risicovrije rente was 4,65% in Q3, 2008 en 0,35% in Q3, 2015.

**Conclusie:** De rentedaling leidt er voor beide deelnemers toe dat er nu meer geld benodigd is om de verplichtingen in de toekomst te kunnen realiseren, maar voor de 27-jarige deelnemer moet nu 147% meer ingelegd worden<sup>11</sup> en voor de 62-jarige deelnemer 25% meer. De rentegevoeligheid van een pensioenstelsel wordt dus versterkt als er in het begin van de loopbaan pensioenaanspraken worden opgebouwd als gevolg van de rente op rente effecten.

Veel andere landen hebben Defined Contribution (DC)-systemen. Dan heeft de rente geen invloed op de verplichtingen in de opbouwfase. Het gevolg is dan wel dat het onzekerder wordt of het pensioenvermogen toereikend zal zijn voor de beoogde pensioenuitkering. Bij een lagere

<sup>11</sup> In de praktijk wijken de effecten af van dit voorbeeld, bijvoorbeeld omdat geen rekening is gehouden met de doorsneesystematiek.

rente kan met een zelfde pensioenvermogen een lager pensioen worden aangekocht dan bij een hogere rente. We zien dit probleem ook in Nederland met koopsommen. Voor hetzelfde geld, koop je stukken minder pensioen dan 10 jaar geleden. Die daling is tientallen procenten. De pijn van een lage rente is dus ook bij deze groep zeker voelbaar.

Ook is de aard van het toezicht verschillend in veel andere landen. Veel andere landen hanteren boekwaarde in plaats van marktwaarde, zoals Nederland. Dit blijkt ook uit de stresstest van EIOPA (2016). Uitgaande van NBS (National Balance Sheet, lokale standaarden, in ons geval FTK) blijkt Nederland gevoeliger voor (rente)schokken dan andere landen, juist ook vanwege marktwaardering. Bij common methodology (Holistic Balance Sheet) is dat onderscheid met andere landen veel kleiner.

### *3.3. Indicatie van effect ECB-beleid voor pensioenfondsen en pensioen-deelnemers*

#### 3.3.1 Aanpak analyse

Zoals al eerder aan bod is gekomen, is het ECB-beleid niet de enige oorzaak van de lage rente. Ook de vergrijzing, technologische ontwikkeling, reguleringsmaatregelen in de financiële sector en schuldenproblematiek van banken en landen spelen een rol bij de daling van de rente.

De schattingen van de impact van het aankondigingseffect van het verruimde kwantitatieve monetaire beleid op de hoogte van de rente lopen, zoals ik eerder schreef, uiteen. Ik laat hier dan ook zien wat de impact is van verschillende percentages van rentedalingen op pensioenfondsen. Om zo een indicatie te geven van de gevolgen van het ECB-beleid op pensioenpremies, de waardering van pensioenverplichtingen en de (indexaties van) pensioenen.

Het blijft echter een indicatie. De effecten van het ECB-beleid kunnen per pensioenfonds sterk verschillen. De effecten hangen onder meer af van de mate waarmee pensioenfondsen zich hebben ingedekt tegen rentedalingen, de financiële positie van het fonds en van de leeftijdssamenstelling van de deelnemers van het fonds. Pensioenfondsen met relatief jonge deelnemers zullen relatief hard worden getroffen als gevolg van de rente op rente effecten (zie eerdere tabel). Ook hangen de effecten af van het fonds specifieke beleid (Geldt er een bijstortverplichting van de werkgever? Wordt de premie gedempt?).

De berekening is uitgevoerd op basis van totaalcijfers voor alle pensioenverplichtingen in Nederland, voor alle deelnemers en voor de gemiddelde samenstelling van de beleggingsportefeuille inclusief 40% renteafdekking (bron: DNB). Hiermee kan ik een beeld geven van het totale effect en het gemiddelde effect per persoon.

#### 3.3.2. Indicatie van effect ECB-beleid voor verplichtingen pensioenfondsen

Uitgaande van een parallelle rentedaling tussen de 30 en 70 basispunten, stijgt de waarde van de pensioenverplichtingen onmiddellijk met 45 tot 110 miljard en na 10 jaar met 75 tot 155 miljard. De UFR zorgt ervoor dat de rentedaling deels onmiddellijk en deels geleidelijk doorwerkt. Daarom neem ik ook de effecten over een langere periode in ogenschouw. De stijging van de waarde van de verplichtingen is gelijk aan 10 tot 20% van het totale Nederlandse BBP. Bij een rentedaling met 100 basispunten stijgt de waarde van de verplichtingen zelfs met 165 miljard nu, oplopend naar 220 miljard na 10 jaar.

| Effect op rente | Onmiddellijke effect waarde verplichtingen* | Totale effect in jaar 10* |
|-----------------|---------------------------------------------|---------------------------|
| - 0,3%          | + 45 miljard (+ 5%)                         | + 75 miljard (+ 8%)       |
| - 0,5%          | + 80 miljard (+ 8%)                         | + 115 miljard (+ 12%)     |
| - 0,7%          | + 110 miljard (+ 12%)                       | + 155 miljard (+ 17%)     |
| - 1,0%          | + 165 miljard (+ 18%)                       | + 220 miljard (+ 24%)     |

\* Bedragen afgerond op 5 miljard

### 3.3.3. Indicatie van effect ECB-beleid voor pensioen individuele deelnemers

Er is een deelanalyse uitgevoerd om de gevolgen van de totale stijging van de waarde van de pensioenverplichtingen te berekenen voor het pensioen en de pensioenopbouw per deelnemer. Daarbij is rekening gehouden met de gemiddelde renteafdekking van 40% (bron DNB), maar niet met eventuele overige gevolgen van de lagere rente voor de hoogte van het vermogen. Verder is aangenomen dat de stijging van de waarde van de verplichtingen in 10 jaar moet worden opgebracht. Voor pensioenfondsen met een dekkingsgraad onder de minimaal vereiste dekkingsgraad zal dit in de praktijk sneller gaan (zij moeten binnen 5 jaar op de minimaal vereiste dekkingsgraad uitkomen, waarbij de benodigde korting wel kan worden gespreid over een periode van maximaal 10 jaar). Voor pensioenfondsen met een hogere dekkingsgraad kan dit in de praktijk wat langzamer gaan (zij moeten elk jaar opnieuw een herstelplan indienen om binnen 10 jaar de vereiste dekkingsgraad te bereiken). Als de totale stijging van de waarde van de verplichtingen evenredig moet worden opgebracht door alle deelnemers in 10 jaar tijd, via een korting op de indexatie of van de nominale aanspraken, dan zijn de gevolgen per persoon per jaar als volgt:

| Effect op rente | Totale effect waarde verplichtingen in jaar 10* | Indicatie: Minder pensioen per persoon (cumulatief effect)** |
|-----------------|-------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| - 0,3%          | + 75 miljard (+ 8%)                             | - 600                                                        |
| - 0,5%          | + 115 miljard (+ 12%)                           | - 900                                                        |
| - 0,7%          | + 155 miljard (+ 17%)                           | - 1.200                                                      |
| - 1,0%          | + 220 miljard (+ 24%)                           | - 1.800                                                      |

\* Bedragen afgerond op 5 miljard

\*\* Bedragen afgerond op 100 euro.

De komende 10 jaar, zal er door het ECB-beleid per persoon in totaal 600 tot 1.800 euro minder pensioen (of pensioenopbouw voor werkenden) per jaar worden verkregen door korting van de indexatie of van de nominale aanspraken. Voor gepensioneerden is dit onmiddellijk voelbaar en voor de overige deelnemers pas op termijn als deze effecten niet in de tussentijd worden gecompenseerd vanwege andere ontwikkelingen.

Deze cijfers zijn natuurlijk gemiddelden: mensen met een hoog pensioen leveren in absolute zin veel meer in dan mensen met een laag pensioen. Ook zullen de effecten verschillen voor verschillende generaties. Gepensioneerden worden met name sterk geraakt door lagere indexaties en pensioenkortingen. Jonge deelnemers hebben daarentegen nog nauwelijks pensioen opgebouwd, maar worden wel geraakt door hogere pensioenpremies en de lagere opbouw.

### 3.3.4. Indicatie van effect ECB-beleid op de pensioenpremie

Uitgaande van een rentedaling tussen de 30 en 70 basispunten:

- neemt de zuiver kostendeekkende premie onmiddellijk met 2 tot 5 miljard euro toe;
- neemt de zuiver kostendeekkende premie uiteindelijk met 4 tot 9 miljard euro toe.

| <i>Effect op rente</i> | <i>Onmiddellijke effect zuiver kostendeekkende premies*</i> | <i>Totale effect in jaar 10*</i> | <i>Indicatie: Extra premie per persoon**</i> |
|------------------------|-------------------------------------------------------------|----------------------------------|----------------------------------------------|
| - 0,3%                 | + 2 miljard (+ 7%)                                          | + 4 miljard (+ 14%)              | + 600                                        |
| - 0,5%                 | + 4 miljard (+ 11%)                                         | + 6 miljard (+ 20%)              | + 900                                        |
| - 0,7%                 | + 5 miljard (+ 16%)                                         | + 9 miljard (+ 27%)              | + 1.300                                      |
| - 1,0%                 | + 8 miljard (+ 24%)                                         | + 12 miljard (+ 38%)             | + 1.900                                      |

\* Bedragen afgerond op miljarden

\*\* Bedragen afgerond op 100 euro

De UFR zorgt er ook bij de premie voor dat de rentedaling deels onmiddellijk en deels geleidelijk doorwerkt. Daarom neem ik ook de effecten over een langere periode in ogenschouw. Bovendien gebruiken pensioenfondsen uiteenlopende methoden om de premie te dempen. Daardoor kan het in de praktijk langer duren voordat de effecten van het ECB-beleid op de kostendeekkende premie doorwerken in de feitelijke premie. Ook is het denkbaar dat pensioenfondsen de feitelijke premie gelijk houden, maar de pensioenopbouw verlagen of risicovoller maken. Uitgaande van een rentedaling tussen de 30 en 70 basispunten, dan moet:

- als het duurdere pensioen wordt opgebracht via een hogere premie, op termijn een **600 tot 1.300 euro hogere premie per persoon per jaar** worden betaald.
- als in plaats daarvan de pensioenopbouw wordt verlaagd, daalt de pensioenopbouw onmiddellijk van 1,85% per jaar naar 1,6% tot 1,75% per jaar. Na 10 jaar daalt de pensioenopbouw van 1,85% naar 1,45% tot 1,6% per jaar. Dit komt bovenop de forse versobering van de fiscaal toegestane pensioenopbouw van 2014 en 2015 **met 26%** (de maximale fiscale ruimte is in totaal verlaagd van 2,25% opbouw per jaar voor pensioen vanaf 65 jaar naar 1,875% opbouw per jaar voor pensioen vanaf 67 jaar).

Bij een rentedaling met 100 basispunten, neemt de zuivere kostendeekkende premie zelfs met 12 miljard toe. Als het duurdere pensioen wordt opgebracht via een hogere premie, dan moet op termijn een bijna 1.900 euro hogere premie per actieve deelnemer per jaar worden betaald. Als in plaats daarvan de pensioenopbouw wordt verlaagd, dan daalt deze onmiddellijk van 1,85% naar 1,5% per jaar (- 19%) en op termijn naar 1,35% per jaar (- 28%).

## 4. De ECB

Een van de meest onderscheidende kenmerken van de ECB is de statutaire onafhankelijkheid van de andere instituties van de EU als ook de regeringen van de lidstaten. Deze onafhankelijkheid is sterker dan bij andere centrale banken. Want echte aanpassingen van het mandaat van de ECB vergen wijzigingen van verdragen. En met zo'n wijziging moeten alle EU-landen (ook niet Eurolanden) instemmen. Dat is een heel hoge horde. Tijdens de crisis kon de ECB handelen, toen velen vreesden voor een ineenstorting. Maar sinds de crisis heeft zijn de opkoopprogramma's alleen maar uitgebreid: de limieten van wat er opgekocht mag worden zijn verhoogd tot 33%, er worden obligaties van internationale instellingen

gekocht en zelfs van bedrijven. Aflossingen worden herbelegd. En het programma is natuurlijk verlengd. Oorspronkelijk zou het in september 2016 geëindigd zijn, inmiddels is dat opgerekt tot minstens maart met een grote kans dat de QE-periode verder verlengd zal worden in de komende maanden.

Hoe langer dit duurt, hoe moeilijker het zal zijn om een weg terug te vinden naar de normaliteit van een centrale bank die niet op grote schaal staatsleningen bezit. Overigens is de langzame ontwikkeling richting opkoopprogramma's zeker niet onomstreden binnen de ECB. De Duitse bankiers Axel A. Weber en Jürgen Stark traden al af in protest.

Hoe langer het duurt, hoe groter ook de schade wordt voor de Nederlandse pensioenen. En dat is waarom ik een aantal aanbevelingen doe. Ik doe deze aanbevelingen omdat het nooit de bedoeling was dat de ECB voor significante bedragen staatsobligaties zou opkopen en dus zeker niet langdurig. En ik doe dit omdat het opkoopbeleid het Nederlandse pensioenstelsel disproportioneel raakt. Bij een langjarige nul-procent politiek, zinkt het Nederlandse pensioenstelsel steeds verder weg in het moeras. Dat is onrechtvaardig gezien de inspanningen die Nederland heeft gedaan om de gevolgen van de financiële crisis het hoofd te bieden, zeker in vergelijking met een aantal Zuid-Europese landen. Het beleid van de ECB is het verkeerde medicijn om de problemen in Europa aan te pakken, de Nederlandse gepensioneerden worden er niet beter van.

## **5. Aanbevelingen/beslispunten**

- 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.
- 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.
- 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 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?
- 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.
- 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.

## **6. Financiële consequenties**

De aanbevelingen in deze initiatiefnota leiden tot zeer beperkte kosten voor het uitvoeren van onderzoek. In vergelijking met het risico voor de Nederlandse staat en de kosten voor de Nederlands pensioenfondsen zijn de kosten verwaarloosbaar.

De auteur dankt Jesse Huijts voor zijn onderzoek ten behoeve van deze initiatiefnota.

Omtzigt