

Vergaderjaar 2017–2018

**21 501-07**

**Raad voor Economische en Financiële Zaken**

**Nr. 1536**

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

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 6 juli 2018

Tijdens de Regeling van Werkzaamheden van 20 juni heeft uw Kamer gevraagd om informatie over de gevolgen van het afbouwen van het aankoopprogramma door de Europese Centrale Bank (ECB) voor de rente, de economie en voor pensioenen.

In deze brief geef ik een overzicht van de ingeschatte gevolgen van het aankoopprogramma tot nu toe en de mogelijke gevolgen van het afbouwen van het aankoopprogramma door de ECB.

Deze brief is als volgt opgebouwd:

1. Een uitleg van de beslissing van de ECB om het aankoopprogramma te beëindigen.
2. De gevolgen van het aankoopprogramma.
3. De mogelijke gevolgen en risico's van het beëindigen van het aankoopprogramma.

### **1. Uitleg van de beslissing van de ECB**

Op 14 juni 2018 kondigde de ECB in haar zes-wekelijkse persconferentie aan het zogenaamde Asset Purchase Programme (APP), beter bekend als QE, af te zullen gaan bouwen. Vanaf oktober 2018 zal de ECB de netto maandelijkse aankopen van obligaties onder het APP halveren tot 15 miljard euro en beëindigen vanaf januari 2019. De ECB geeft als kanttekening dat de afbouw plaatsvindt mits de inflatievooruitzichten van de ECB voor de middellange termijn worden bevestigd door binnenkomende gegevens.

Momenteel herinvesteert de ECB de middelen die vrijkomen na terugbetalingen op aflopende obligaties. De ECB heeft op 14 juni tevens aangekondigd dat het voornemens is om het herinvesteren voort te zetten voor een langere periode na het einde van het aankoopprogramma en in ieder geval zo lang als noodzakelijk is om gunstige liquiditeitscondities en een

ruime mate van monetaire accommodatie te handhaven. De ECB blijft dus ook in 2019 nog obligaties aankopen.

De ECB heeft daarnaast op 14 juni aangegeven dat het verwacht dat de verschillende rentes die de ECB hanteert ten minste de hele zomer van 2019 op hun huidige niveaus zullen blijven.

## **2. De gevolgen van het aankoopprogramma**

### *Lage renteomgeving*

Zoals aangegeven in de kabinetsreactie «Initiatiefnota lid Omtzigt omtrent ECB-beleid en pensioenen»<sup>1</sup> is er sinds de jaren »80 in ontwikkelde economieën een trend zichtbaar van dalende rentestanden, welke volgens het CPB<sup>2</sup> vooral samenhangt met structurele factoren zoals veranderingen in de leeftijdsopbouw van de bevolking en de afname van inflatieverwachtingen en potentiële economische groei. 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.

Het ruime monetaire beleid van de ECB heeft een verder neerwaarts effect op de rentes, maar het precieze effect is lastig te kwantificeren, zoals ook beschreven door DNB in haar Overzicht Financiële Stabiliteit van voorjaar 2017.<sup>3</sup>

### *Gevolgen lage rente voor de economie*

Met het aankopen van obligaties poogt de ECB via een aantal kanalen de inflatie te stimuleren. Ik heb deze kanalen nader beschreven in de kamerbrief «Risico's Nederlandse staat als gevolg van ECB beleid»<sup>4</sup>. In de kabinetsreacties<sup>5</sup> op het onderzoek van het CPB naar het ECB beleid ben ik tevens nader ingegaan op onderzoek naar de effecten van monetair beleid. Ik heb daarin aangegeven de resultaten van studies die de effecten van QE in kaart proberen te brengen uiteenlopen. Het is namelijk lastig om vast te stellen wat het precieze effect is geweest van het aankoopprogramma van de ECB aangezien we niet weten wat er zou zijn gebeurd als de ECB haar beleid niet had uitgevoerd. In het algemeen geven de verschillende studies aan dat het beleid van de ECB waarschijnlijk een bijdrage heeft geleverd aan de groei en de inflatie.

<sup>1</sup> Kamerstuk 34 563, nr. 4 (kamerbrief): Kabinetsreactie inzake de initiatiefnota van het lid Omtzigt over ECB monetair beleid en de nadelige gevolgen voor de Nederlandse pensioenfondsen.

<sup>2</sup> O. Ciocytte, S. Muns en M.H.C. Lever (2016), Determinants of long-term interest rates, CPB Background Document.

<sup>3</sup> [https://www.dnb.nl/binaries/OFS\\_VOORJAAR\\_2017\\_tcm46-359766.pdf](https://www.dnb.nl/binaries/OFS_VOORJAAR_2017_tcm46-359766.pdf).

<sup>4</sup> Kamerstuk 21 501-07, nr. 1479 (kamerbrief): Risico's Nederlandse staat als gevolg van ECB beleid.

<sup>5</sup> Kamerstuk 21 501-07, nr. 1461 (kamerbrief): Kabinetsreactie CPB rapport «Onderweg naar normaal monetair beleid» en Kamerstuk 21 501-07, nr. 1517 (kamerbrief): Kabinetsreactie op CPB discussion paper «The effects of unconventional monetary policy in the euro area».

## *Gevolgen voor pensioenfondsen*

In de brieven van d.d. 19 december 2016<sup>6</sup>, 23 januari 2017<sup>7</sup>, 26 juni 2017<sup>8</sup> en 19 januari 2018<sup>9</sup> aan uw Kamer en bij het schriftelijk overleg d.d. 3 oktober 2017<sup>10</sup> heeft mijn voorganger reeds aangegeven dat ook de effecten van het ECB-beleid op de pensioenfondsen zich lastig laten kwantificeren.

Het is, zoals hierboven beschreven, niet precies vast te stellen wat het effect van monetair beleid op marktrentes precies is. Zoals ook in deze brieven aangegeven<sup>11</sup> wordt in het financieel toetsingskader voor pensioenfondsen bij het waarderen van de verplichtingen gebruik gemaakt van de door DNB vastgestelde rente-termijnstructuur (RTS). De RTS wordt door DNB opgebouwd op basis van de Europese interbancaire swaprentes voor verschillende looptijden, waarbij voor rentes met lange looptijden de UFR-methodiek wordt gebruikt. Lagere rentes zorgen voor een stijging van de verdisconteerde verplichtingen van de Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars, die bestaan uit de (toekomstige) pensioentoezeggingen aan deelnemers.

Tegelijkertijd hebben pensioenfondsen ook geprofiteerd van de dalende rente. De marktwaarde van obligaties en renteswaps is door de dalende rente gestegen en de aandelenportefeuille van pensioenfondsen heeft mogelijk geprofiteerd van zoektocht naar rendement die uitgaat van een lage rente-omgeving.

Daarnaast hebben pensioenfondsen en hun deelnemers baat gehad van lage rentes, in zoverre dit de economische groei in het eurogebied heeft ondersteund. Voor een evenwichtig beeld van het effect van het aankoopprogramma van de ECB op de positie van pensioenfondsen moeten al deze kanalen worden meegenomen.

De omvang van de verschillende kanalen is onduidelijk, waardoor de gevolgen voor pensioenfondsen niet precies zijn te bepalen. Per saldo geven lage rentes druk op de financiële positie van de pensioenfondsen en de pensioenpremies, zoals ook beschreven in de hierboven aangehaalde kamerbrieven.

### **3. De mogelijke gevolgen en risico's van het beëindigen van het aankoopprogramma van de ECB.**

#### *Renteomgeving*

Waar het lastig is om de effecten van het monetair beleid in kaart te brengen is het nog lastiger om de effecten van monetair beleid te voorspellen, met name omdat dit beleid niet vaststaat en afhankelijk is van ontwikkelingen in de inflatie en de economie. Het CPB stelt in de «Risicorapportage Financiële Markten 2018»<sup>12</sup> dat de verwachting is dat

<sup>6</sup> Kamerstuk 34 563, nr. 4 (kamerbrief): Kabinetsreactie inzake de initiatiefnota van het lid Omtzigt over ECB monetair beleid en de nadelige gevolgen voor de Nederlandse pensioenfondsen.

<sup>7</sup> Kamerstuk 34 563, nr. 5 (kamerbrief): Verzoek lid Omtzigt reflectie op gevolgen ECB-beleid voor pensioenfondsen.

<sup>8</sup> Kamerstuk 32 043, nr. 364 (kamerbrief): Toekomst pensioenstelsel.

<sup>9</sup> Kamerstuk 21 501-07, nr. 1479 (kamerbrief): Risico's Nederlandse staat als gevolg van ECB beleid.

<sup>10</sup> Kamerstuk 32 043, nr. 385: Verslag van schriftelijk overleg toekomst pensioenstelsel.

<sup>11</sup> Zie vooral: Kamerstuk 34 563, nr. 5 (kamerbrief): Verzoek lid Omtzigt reflectie op gevolgen ECB-beleid voor pensioenfondsen.

<sup>12</sup> <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Notitie-29mei2018-Risicorapportage-financiële-markten-2018.pdf>.

rentes in eurozone de komende jaren langzaam zullen stijgen. Of en hoe de rentestanden in werkelijkheid gaan stijgen valt, volgens het CPB, te bezien.

ECB-President Draghi heeft 19 juni<sup>13</sup> aangegeven dat de ECB geduldig zal blijven bij het bepalen van het moment van de eerste renteverhoging en een geleidelijke aanpak zal volgen om het monetaire beleid daarna aan te passen. Lage rentes worden daarnaast, zoals hierboven beschreven, ook veroorzaakt door structurele factoren en de rentes zullen naar verwachting dus ook bij een minder ruim monetair beleid op een laag niveau blijven. Een studie van de *Bank of England* naar rentes sinds 1311<sup>14</sup> laat echter zien dat ook dit met onzekerheid is omgeven. In het verleden zijn decennialange trends naar lagere rentes namelijk soms in relatief korte tijd teruggedraaid. Gezien deze onzekerheden acht ik het niet verstandig om voorspellingen te doen over toekomstige rentes en de precieze effecten hiervan.

### *Risico's*

Langdurig lage rentes als ook een snelle rentestijging<sup>15</sup> brengen risico's met zich mee. Als risico's van langdurig lage rentes beschrijft DNB in het «Overzicht Financiële Stabiliteit van voorjaar 2017»<sup>16</sup> en het CPB in de «Risicorapportage Financiële Markten 2018»<sup>17</sup> onder meer een misallocatie van kapitaal, verdere balansverlenging van huishoudens en afnemende prikkels voor hervormingen. Daarnaast komt het vermogen van pensioenfondsen en verzekeraars om hun verplichtingen na te komen onder druk te staan. Een snelle stijging van de rentes heeft tegelijkertijd negatieve effecten voor partijen met hoge schulden, kan op korte termijn de winstgevendheid van banken beperken en kan scherpe correcties op financiële markten veroorzaken.

### *Beleid kabinet om risico's te mitigeren*

Het kabinet heeft reeds diverse maatregelen genomen om eventuele risico's als gevolg van het afbouwen van het aankoopprogramma te mitigeren. Op nationaal niveau heeft het kabinet maatregelen genomen om een overmatige schuldfinanciering op de woningmarkt tegen te gaan, door het versneld afbouwen van de hypotheekrenteaftrek. Een lagere mate van schuldfinanciering maakt huishoudens weerbaarder voor rentestijgingen. Tevens staan door de lage publieke schuld de Nederlandse overheidsfinanciën er goed voor. Daarnaast is het van belang dat banken blijven beschikken over voldoende buffers om de gezondheid van de bancaire sector te waarborgen. In Nederland kan DNB een contractuele kapitaalbuffer opleggen, waardoor de weerbaarheid van banken wordt versterkt en excessieve kredietgroei wordt vermeden.

Zoals aangegeven is het echter niet zeker dat het einde van het aankoopprogramma ook zal leiden tot een einde van de mondiaal lage rente. Pensioenfondsen kennen wereldwijd vergelijkbare uitdagingen als gevolg van de lage rente. Recent onderzoek van het CPB<sup>18</sup> – waarin pensioen-

<sup>13</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180619.en.html>.

<sup>14</sup> <https://bankunderground.co.uk/2017/11/06/guest-post-global-real-interest-rates-since-1311-renaissance-roots-and-rapid-reversals/>.

<sup>15</sup> [https://www.dnb.nl/binaries/OFS%20voorjaar%202018\\_tcm46-376348.pdf](https://www.dnb.nl/binaries/OFS%20voorjaar%202018_tcm46-376348.pdf) en <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Policy-Brief-2017-07-Onderweg-naar-normaal-monetair-beleid.pdf>.

<sup>16</sup> [https://www.dnb.nl/binaries/OFS\\_VOORJAAR\\_2017\\_tcm46-359766.pdf](https://www.dnb.nl/binaries/OFS_VOORJAAR_2017_tcm46-359766.pdf).

<sup>17</sup> <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Notitie-29mei2018-Risicorapportage-financiële-markten-2018.pdf>.

<sup>18</sup> Zie M.H.C. Lever en M. Loois, Pensioen en rentegevoeligheid, CPB Policy Brief.

regelingen van verschillende landen worden vergeleken – laat zien dat kapitaalgedekte pensioenen inherent gevoelig zijn voor ontwikkelingen van de rente. Dit komt in elke soort regeling terug, zij het op uiteenlopende manieren. Het kabinet is van mening dat het bestaande 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 bij pensioenfondsen betrokken sociale partners de gewenste verhouding tussen premie, ambitie en de mate van zekerheid moeten herijken als de financiële positie daarom vraagt.

Op Europees niveau zijn de afgelopen jaren maatregelen genomen om de schokbestendigheid van de eurozone te verhogen, zoals het versterken van het Stabiliteits- en Groeipact en het oprichten van de bankenunie waarmee de rekening van insolvabele banken via bail-in wordt neergelegd bij beleggers in plaats van overheden. Tegelijkertijd blijft het belangrijk om de eurozone nog schokbestendiger te maken. Lage publieke schulden verlagen de gevoeligheid van overheden voor renteschokken. Het kabinet wijst daarom internationaal consequent op het belang van het tegengaan van buitensporige begrotingstekorten en staatschulden, zoals ook aangegeven in de kamerbrief «Verdieping EMU»<sup>19</sup>. Dit vereist onder meer het onafhankelijk maken van de beoordeling over de naleving van begrotingsregels. In gevallen waar de schuld onhoudbaar is, kan het versterken van het raamwerk voor schulderstructurering bijdragen aan marktdiscipline en daarmee een solide begrotingsbeleid in lidstaten bevorderen. Ook dienen landen in de eurozone het groeivermogen van hun economieën duurzaam te verhogen door het implementeren van structurele hervormingen.

Het kabinet zet zich verder in voor het versterken van de gezondheid van de Europese bankensector. Tijdens de Ecofin van 24 en 25 mei is, mede dankzij Nederland, een raadsakkoord bereikt over een pakket dat moet bijdragen aan het verder reduceren van risico's in de Europese bankensector. Het gaat hierbij onder andere om de buffers die banken moeten aanhouden voor eventuele bail-ins. Ook vindt het kabinet voldoende verliesdekking voor niet-presterende leningen van belang, zoals ook beschreven in het Fiche over maatregelen inzake niet-presterende leningen<sup>20</sup>. Daarnaast zet het kabinet in op een goede weging van de risico's van staatsobligaties op bankbalansen. Het kabinet steunt dan ook de voltooiing van de bankenunie om de wisselwerking van banken en hun overheden verder te doorbreken.

De Minister van Financiën,  
W.B. Hoekstra

---

<sup>19</sup> Kamerstuk 21 501-20, nr. 1262 (kamerbrief): Verdieping EMU.

<sup>20</sup> Kamerstuk 22 112, nr. 2550 (Fiche): Maatregelen inzake niet-presterende leningen.