

Vergaderjaar 2014–2015

**32 013**

**Toekomst financiële sector**

**Nr. 102**

**BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN**

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 4 juni 2015

Tijdens het Algemeen Overleg op 22 april jl. over monetair beleid heb ik uw Kamer toegezegd een brief te sturen over de effecten van de lage rentestand voor niet-bancaire instellingen, waaronder pensioenfondsen, verzekeraars en woningbouwcorporaties. Met deze brief geef ik invulling aan die toezegging. In het onderstaande wordt eerst enige achtergrond gegeven over de oorzaken van de lage rente, vervolgens wordt ingegaan op het effect op de genoemde instellingen.

#### *Achtergrond lage rente*

Zoals bekend heeft de rente recentelijk laagterecords gebroken. Nog nooit eerder in de geschiedenis kon de Nederlandse Staat bijvoorbeeld 10-jarige leningen uitzetten tegen een rente van 0,39%. De afgelopen maand is de rente wel weer gestegen, maar zij is nog steeds zeer laag. De huidige historisch lage rentestand heeft zowel een structurele als een conjuncturele component.<sup>1</sup> Structureel gezien, is mondiaal sprake van een jarenlange dalende trend. De verklaringen die economen voor de structurele daling van de rente geven, lopen uiteen. Een veelgehoorde reden is een wereldwijd spaaroverschot, met name veroorzaakt door de economische groei in opkomende economieën. Verder kan meespelen dat de prijs van investeringsgoederen is gedaald, onder meer vanwege goedkopere ICT en de geleidelijke overgang naar een minder kapitaalintensieve diensteneconomie. Ook kan een dalende rente een indicatie zijn van marktverwachtingen van lagere groei en inflatie in de toekomst, bijvoorbeeld vanwege de aankomende vergrijzing.

Er is ook een conjuncturele component. Bij een economische neergang daalt de vraag naar krediet en investeringen en stijgen de besparingen, waardoor ook de rente afneemt. Als de economie omslaat, nemen de

<sup>1</sup> Als over rente gesproken wordt kan onderscheid worden gemaakt tussen een reële rente (rente gecorrigeerd voor inflatie) en nominale rente. In deze kamerbrief wordt met rente de nominale rente bedoeld.

consumptie en de investeringen toe, vervuilen beleggers obligaties voor aandelen en zal ook de rente vanuit dit effect bezien weer gaan stijgen. Op dit moment heeft het beleid van monetaire verruiming door de ECB, waarbij de centrale bank vermogenstitels opkoopt, mogelijk een drukkend effect op de rente. Investeerders kunnen met de opbrengsten van de verkoop van vermogenstitels aan de centrale bank alternatieve vermogenstitels – zoals bedrijfsobligaties en aandelen – kopen. Als verder geen veranderingen optreden leidt de toename in vraag naar deze alternatieve vermogenstitels in theorie tot lagere rentes. Hierdoor kunnen uiteindelijk de financieringscondities voor bedrijven en huishoudens verbeteren.

De economische effecten van lage rentes zijn niet eenduidig. Zo kan de conjunctureel lage rente helpen bij het economisch herstel via aantrekkelijke investeringen en de huizenmarkt. Een structureel lage rente heeft onder meer een effect op investeringen en de reële economie, op schuldhoudbaarheid van overheden, op financiële markten en op financiële instellingen. Lage rentes kunnen gevolgen hebben voor de balanspositie van institutionele beleggers. De uiteindelijke effecten hangen hierbij sterk samen met regelgeving, het type door de financiële instellingen aangeboden producten en de mate waarin financiële instellingen betreffend renterisico hebben afgedekt. Het vervolg van de brief gaat hier nader op in.

#### *Doorwerking lage rente op balans pensioenfondsen en verzekeraars*

Pensioenfondsen en levensverzekeraars verschaffen mogelijkheden voor klanten om o.a. te sparen voor hun oude dag. Deze instellingen gaan daarbij langjarige verplichtingen aan en om deze te vervullen beleggen zij o.a. in (langlopende) activa. Om te zorgen dat pensioenfondsen en levensverzekeraars met hoge mate van waarschijnlijkheid aan hun beleggingen kunnen voldoen, dienen de activa en verplichtingen op een goede manier gewaardeerd te worden en moeten de instellingen over voldoende buffers beschikken.

Zowel voor Nederlandse levensverzekeraars als pensioenfondsen is met ingang van 2007 marktwaardewaardering ingevoerd, waarbij de marktrente een belangrijke rol speelt. Marktwaardewaardering betekent dat een daling (of stijging) van de rente voor pensioenfondsen en verzekeraars aan zowel de activa- als passivazijde van de balans doorwerkt.

Voor de waardering van de verplichtingen wordt in concreto gebruik gemaakt van de risicovrije marktrente.<sup>2</sup> Bij een daling van deze rente nemen de verplichtingen in omvang toe, doordat de netto contante waarde van de verplichtingen stijgt («er moet heden meer geld worden aangehouden voor dezelfde toekomstige uitkering»). Bij een daling van de rente neemt ook de marktwaarde van vastrentende beleggingen aan de activazijde van de balans toe (bij een daling van de rente neemt de waarde van bestaande obligaties met een hogere rentevergoeding toe). Op deze manier bewegen de activa- en passivazijde dus gelijkelijk bij veranderingen van de rente. Echter, de waardestijging aan de activazijde bij een daling van de rente compenseert de toename van de marktwaarde van de verplichtingen mogelijk niet volledig. Dit is het geval wanneer de beleggingen van pensioenfondsen en verzekeraars een kortere looptijd hebben dan hun verplichtingen, waardoor deze niet volledig op elkaar aansluiten («mismatch»). Het renterisico dat voortkomt uit deze «mismatch» kan een verzekeraar of pensioenfonds afdekken via afgeleide financiële instrumenten (rentederivaten). Afhankelijk van de mate waarin

<sup>2</sup> De ratio hierachter is dat het – gezien de hoge mate van zekerheid waarmee de verplichtingen worden toegezegd – passend is om uit te gaan van een risicovrij rendement.

pensioenfondsen en verzekeraars het renterisico hebben afgedekt met afgeleide financiële instrumenten, heeft een daling (of stijging) van de rente netto een minder groot negatief (of positief) effect op de financiële positie van pensioenfondsen en verzekeraars. Hieronder zal in nog meer detail worden ingegaan op respectievelijk de effecten voor pensioenfondsen en de effecten voor verzekeraars.

#### *Lage rente en pensioenfondsen*

Het effect van een dalende rente op de dekkingsgraad van pensioenfondsen verschilt per pensioenfonds en is tevens afhankelijk van de leeftijdssamenstelling van het fonds en het beleggingsbeleid. Het directe effect van de lage rentestand op de dekkingsgraad van pensioenfondsen en de gevolgen van een lagere dekkingsgraad worden bovendien door het nieuwe Financiële Toetsingskader (nFTK) gedempt.

In het DNBulletin *Nieuw Financieel Toetsingskader pensioenfondsen vangt rentedaling geleidelijk op*<sup>3</sup> gaat DNB nader in op de effecten van de huidige lage rente op de dekkingsgraad en de financiële positie van de fondsen. Daarin geeft DNB onder andere aan dat het nFTK er voor zorgt dat schokken zoals de rentedaling geleidelijker dan voorheen kunnen worden opgevangen. Dientengevolge heeft de lage rentestand voor de meeste pensioenfondsen op dit moment beperkte gevolgen. Dit neemt niet weg dat als de rente langdurig laag blijft dit invloed heeft op de financiële positie van de pensioenfondsen. De Staatssecretaris van Sociale Zaken en Werkgelegenheid zal uw Kamer binnenkort nader informeren over de effecten van de lage rente op pensioenfondsen. Daarnaast wordt in de uitwerking van de nationale pensioendialoog getracht te komen tot voorstellen voor een robuust pensioenstelsel. Hierin is onder andere aandacht voor de rentegevoeligheid van het stelsel.

#### *Lage rente en verzekeraars*

De gemiddelde looptijd van de verplichtingen bij verzekeraars is korter dan bij pensioenfondsen. Verzekeraars hebben in het verleden lange termijn rendementsgaranties afgegeven aan klanten, ook op nog te ontvangen premies. Pensioenfondsen kennen dit soort producten niet. Deze rendementsgaranties van verzekeraars (tot 2007 3% of hoger) zijn inmiddels vaak hoger dan de beleggingsrendementen die behaald kunnen worden in het huidige klimaat van lage rentes en daaraan gekoppelde lage beleggingsrendementen. Omdat verzekeraars in dit klimaat van lage rente alleen zeer lage rendementsgaranties kunnen afgeven, zijn verschillende verzekeraars gestopt met de verkoop van dit soort verzekeringen. Omzetten lopen daarom terug en daardoor is minder premieomzet beschikbaar om de kosten af te dekken. Ook kennen verzekeraars, anders dan pensioenfondsen, niet de mogelijkheid om een negatieve renteschok te spreiden over de tijd. De lage marktrente werkt zo direct door in de kapitaalpositie van verzekeraars. Het nieuwe toezichtskader Solvency II bevat wel enkele mogelijkheden om de invloed van de marktrente op de kapitaaleisen onder voorwaarden te beperken. Bij de waardering van de langlopende verplichtingen maken verzekeraars gebruik van de Ultimate Forward Rate (UFR). De UFR wordt gebruikt, omdat er voor lange looptijden geen voldoende liquide markt is waaruit markttrentes kunnen worden afgeleid. De UFR wordt voor verzekeraars onder Solvency II door EIOPA vastgesteld en tendeert op dit moment naar 4,2%. EIOPA heeft tevens de bevoegdheid de UFR aan te passen, wanneer dat om pruden-

<sup>3</sup> DNBulletin, «Nieuw Financieel Toetsingskader vangt lage rente geleidelijk op». 25 maart 2015, <http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archieef/dnbulletin-2015/dnb320215.jsp>

tiële redenen noodzakelijk is.<sup>4</sup> In het OFS van voorjaar 2015 merkt DNB op dat de discrepantie tussen de UFR en de ontwikkeling in de lange termijn rentecurves toeneemt. Dit is met name relevant in een situatie waarbij portefeuilleoverdracht plaatsvindt. Marktpartijen zullen bij een dergelijke portefeuille-overdracht voor de langere looptijden van de rentecurve waar geen voldoende liquiditeit aanwezig is de rentecurve naar een lager niveau extrapoleren dan EIOPA. Dit is met name relevant voor verzekeraars met een zwakke kapitaalpositie.<sup>5</sup>

Afgezien van het afdekken van het renterisico, wat Nederlandse verzekeraars al voor een relatief groot gedeelte hebben gedaan, kunnen verzekeraars maatregelen nemen tegen de negatieve gevolgen van de lage rente op hun solvabiliteit in de vorm van het aantrekken van eigen vermogen, het inhouden van dividenden en het verkleinen van de resterende mismatch in looptijd tussen de activa en passiva. Zoals ook aangegeven in de kabinetsreactie op het rapport van de Commissie Verzekeraars staat de toekomstbestendigheid van de (levens)verzekeringssector onder druk. Hoewel er kansen zijn voor de verzekeraars om het tijt te keren, zal er ook rekening mee moeten worden gehouden dat sommige verzekeraars verder in de problemen kunnen komen. Het kabinet heeft daarom aangegeven dat het voornemens is stappen te zetten om het huidige instrumentarium ten aanzien van herstel en afwikkeling van (insolvente) verzekeraars te versterken en uit te breiden.

#### *Lage rente en woningcorporaties*

Een lage rente is in beginsel gunstig voor woningcorporaties, omdat ze goedkoper kunnen inlenen voor investeringen en herfinanciering. Alleen als een corporatie middels derivaten heeft gespeculeerd op een rentestijging, kan dit tot problemen leiden, zoals gebeurde in het geval van Vestia. Om te voorkomen dat woningcorporaties dit soort risico's nemen, zijn in 2012 de regels voor het gebruik van derivaten door corporaties sterk aangescherpt. Deze mogen alleen nog zogeheten *payer swaps* en *rentecaps* gebruiken. Bovendien moeten ze voor al hun derivaten – nieuw en bestaand – voldoende buffers aanhouden. Naar aanleiding van de problemen in de sector heeft het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) recent een nieuw risicobeoordelingsmodel geïntroduceerd dat problemen bij woningcorporaties eerder signaleert. Eind vorig jaar deed de Parlementaire Enquêtecommissie Woningcorporaties aanbevelingen om het functioneren van de sector te verbeteren, waaronder de beheersing van risico's. In de kamerbrief over het WSW d.d. 1 juni 2015<sup>6</sup> presenteert de Minister voor Wonen en Rijksdienst voorstellen om betere prikkels te geven vanuit de overheid, het toezicht op de sector te verbeteren en de governance van het WSW te versterken. Deze brief bevat ook een validatie door Deloitte van het bovengenoemde risicobeoordelingsmodel van het WSW en een verdiepende analyse over het functioneren van het Waarborgfonds. Met deze maatregelen zijn zowel de sector als de achtervangers (Rijk en gemeenten) afdoende ingedekt tegen eventueel resterende risico's vanuit de lage rentestand.

<sup>4</sup> In aanvulling op de UFR zijn er ook nog enkele andere instrumenten binnen Solvency II die de effecten van de een volatiele rente mitigeren. Zo mag in sommige gevallen bij de toepassing van de matching opslag gebruik worden gemaakt van een op de beleggingen afgestemde discontovoet. Verder heeft de volatiliteitsaanpassing tot doel de hoge volatiliteit te dempen en tot slot kan EIOPA besluiten de hersteltermijn die niet meer aan de solvabiliteitseisen voldoet in uitzonderlijke gevallen (zoals langdurig lage rente) te verlengen tot 7 jaar.

<sup>5</sup> Zie verder ook de kabinetsreactie op het rapport van de Commissie Verzekeraars.

<sup>6</sup> Zie: <http://www.rijksverheid.nl/documenten-en-publicaties/kamerstukken/2015/06/01/kamerbrief-over-waarborgfonds-sociale-woningbouw.html>

*Tot slot*

Zoals in de inleiding reeds is gemeld, zijn recentelijk met name de lange termijn rentes onverwachts gestegen. Hoewel de rentestanden zich nog steeds absoluut gezien op een zeer laag niveau bevinden, toont de plotselinge stijging wel aan dat het toekomstig verloop van de rentecurve op voorhand moeilijk te voorspellen is. Ik blijf de ontwikkelingen in de rente en de effecten van de rentestand op financiële instellingen dan ook met aandacht volgen.

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