

Aan	Tweede Kamer, vaste commissie FIN	Nummer	PA/2016/04-01
C.c.		Datum	13 april 2016
Van	Pensioenfonds Zorg en Welzijn	Telefoonnr	030-2779959
Onderwerp	ECB-beleid inzake quantitative easing (QE)		

Inleiding

Pensioenfonds Zorg en Welzijn (PFZW) dankt de vaste commissie Financiën van de Tweede Kamer voor de uitnodiging deel te nemen aan de rondetafelgesprek inzake het ECB-beleid, in het bijzonder het programma van 'quantative easing' (QE). Wij verwelkomen de aandacht, die uw Kamer aan dit onderwerp besteedt.

In hoeverre moeten pensioenfonds de rente afdekken?

Waarom heeft PFZW niet meer afgedekt?

Er zit spanning tussen de reële ambitie versus de nominale toezegging.

Voor PFZW geldt: onze wens is altijd duidelijk geweest; wij gaan voor een geïndexeerd pensioen, dus voor een reële ambitie.

PFZW is consequent geweest in het beleggingsbeleid in de richting van het reële pensioencontract. Hoe om te gaan met het afdekken van de rente speelde daarbij een wezenlijk rol.

Rentevisie versus 'wisdom of hind sight'

Het verschil tussen de lange en de korte rente kan een verdienmodel impliceren, maar dat is wel afhankelijk van de economische cyclus. En daarmee niet op voorhand te voorspellen. Daarenboven heeft een pensioenfonds ook te maken met de volatiliteit in de rentecurve 'onderweg'. Die uitslagen in de tijd zijn mogelijk, zo niet waarschijnlijk, groter dan de potentieel te behalen winst door het verschil tussen die korte en lange rente. Juist bij een pensioenfonds als lange termijn speler kan dat doorwerken.

Van alle 'geleerden' die het beter weten, zijn er velen voor wie geldt: 'Wisdom of hind sight'. Afdekken kost in diverse scenario's geld. En het is niet te voorspellen of, en zo ja wanneer, je daarin terecht komt. Wil, en kan, je dat geld eraan uitgeven aan uitgeven? En hoe ver ga je daarin, gegeven onze keuze voor een reële ambitie?

Het risico van risico terugnemen

Het terugnemen van risico, 'derisken', klinkt mooi maar is doorgaans niet gratis. 'Derisken' brengt twee risico's met zich mee. Deze risico's spelen in het bijzonder door op de langere termijn. In het kader van evenwichtige belangenbehartiging, iets dat iedere pensioenfondsbestuurder dient te doen, is dat dus een wezenlijk aspect ten aanzien van de positie van onze jongere deelnemers.

- 'Lock-in' van een lage rente - groter risico voor pensioenfonds in verband met een 'mismatch' tussen de behoefte van pensioenfonds aan renteproducten met een lange looptijd versus het aanbod met doorgaans een (beduidend) kortere looptijd.
- Missen van verbetering in de beleggingsportefeuille, het 'upward potential' – immers, een structureel lager rendement betekent een lager pensioen voor onze deelnemers.

Versobering in opbouw ook effect van 'derisken'

Door de versobering in de fiscale voorziening voor pensioen, de verlaging van de opbouw in het Witteveen-kader en de aftopping op 100k, impliceert dit bij gelijkblijvende premies, juist vanwege die lage rente (!), ook al een 'derisking'. De opbouw is van 2.15 naar 1.75% gegaan. En dat in een omgeving met lage economische groei en lage rente.

Wat is de impact van QE op pensioenfondsen?

Wat doet het ECB-beleid van 'quantitative easing' met PFZW als pensioenfonds? En wat betekent dat dan voor de deelnemers?

In alle eerlijkheid: de totale effecten zijn nog wel behoorlijk lastig te kwantificeren. Want wat neem je dan wel en niet mee in die berekening of bespiegeling. Dat er een effect is op de rente, dat is geen vraag. Daarvan zijn wetenschappelijke studies gemaakt, die een impact aantonen. Ook voor de DNB en zelfs de ECB laat dat geen twijfel, getuige ook de uitspraken van Klaas Knot en Mario Draghi eerder.

Effect QE breder dan alleen op de rente

Maar er is natuurlijk meer. Wat betekent QE voor de economie in bredere zin. Die effecten zijn bijvoorbeeld voor de aandelenportefeuille al lastiger in te schatten. En wat zou er zijn gebeurd met de economie in Europa, en in ons eigen land, als de ECB niet het QE-programma had ingezet? We weten het niet. En we zullen het ook niet weten. Het is een 'What if'-scenario, waarop niemand een eenduidig antwoord kan geven.

Terug naar de rente

Het is niet alleen de ECB met QE dat iets doet met de rente en de effecten daarvan op de pensioenfondsen. De invloed van een 'nieuwe' UFR die per medio 2015 werd geïntroduceerd, heeft ook zo zijn invloed. Zeker ook weer in relatie tot QE.

Impact van de 'nieuwe' UFR per medio 2015

De komst van die UFR voegt een soort extra volatiliteit toe aan de rente termijn structuur (RTS). Dat is eigenlijk ongewenst voor pensioenfondsen. Dat heeft de pensioensector vorig jaar ook duidelijk gesteld. Maar naast de volatiliteit, betekende het ook een directe extra druk op onze verplichtingen. Gevolg: een extra stijging van die verplichtingen van 12 miljard euro. Een enorm bedrag!

Verzekeraars mogen in bepaalde marktomstandigheden een zogenaamde 'volatility adjustment mechanisme', zoals vastgelegd in Solvency II, inrekenen. Wij begrijpen dat er verzekeraars zijn die dat op dit moment (mogen) doen. In hoeverre dat rechtstreeks is gerelateerd aan het huidige ECB-beleid (QE), is ons niet bekend. Maar stel nu even dat PFZW die opslag ook zou mogen hanteren, bovenop de vaste UFR van verzekeraars, dan leidt ertoe dat de dekkingsgraad van ons fonds in totaal 9%-punten hoger zou liggen. Voor PFZW geldt namelijk het volgende:

De dekkingsgraad zou met 4%-punt stijgen op basis van de UFR die verzekeraars van EIOPA onder het regime van Solvency II mogen hanteren. Dan nog eens 5%-punt voor ons fonds, indien inclusief dat volatiliteitsaanpassingsmechanisme. Oftewel, $4\% + 5\% = +9\%$ -punt! Ook dat zou een enorm bedrag zijn!

Effect van QE in relatie tot die 'nieuwe' UFR-methodiek

Diverse stakeholders, ook DNB, wijzen erop dat er hoe dan ook sprake is van een 'lage rente' omgeving. Dat is waar. Dat gaan wij ook niet ontkennen.

De vraag die, ons inziens voor dit rondetafelgesprek wel relevant is, is de vraag: welk deel maakt de structureel, 'normale' lage rente versus hoe groot is het versturende effect van het onderhavige ECB-beleid?

Graag zoeken wij naar de balans. De huidige UFR helpt op de demping van de dagwaarde op de marktrente. Dat is ontegenzegglijk waar; en dat helpt ook onze deelnemers. Maar er is ook een keerzijde...

Die nieuwe UFR-methodiek brengt met zich mee dat neerwaartse druk op rente door QE op den duur en vooral ook langjarig (!) gaat doorwerken in de trendmatigheid van het lange eind van de rentecurve voor pensioenfondsen. Hoe langer de ECB doorgaat met QE, des te langer blijft dit effect potentieel de curve voor pensioenfondsen verstoren. Daardoor is ook het beoogde dempende effect van de beleidsdekkingsgraad minder groot. Ook daarvan hebben de deelnemers last.

PFZW is nooit voorstander geweest van zich 'rijk rekenen', maar we verzetten ons ook tegen 'ons arm moeten rekenen'.

Er is kritiek op Mario Draghi dat het rente- c.q. QE-beleid van de ECB niet tot nauwelijks (meer) werkt, maar tegelijkertijd ook de markt uitschakelt en de risico-waardering van financiële titels ontregelt. Anders gezegd, niets is meer wat het is. Of hiermee de schuldenlanden worden beloofd laten wij graag in het midden, maar dat spaarders worden gestraft, staat wel buiten kijf. En daarmee dus ook de pensioendeelnemers. Is zo bezien de huidige rente dan wel een 'faire' waarderingsmaatstaf voor pensioenverplichtingen?

Macro-economische effecten: effect op de koopkracht?

Overigens, het gaat hierbij niet alleen om de verplichtingen, maar ook over de premiestelling. Zo heeft PFZW de rente onder de premie de afgelopen jaren al verlaagd naar 2,63%. En op basis van de laatste rentestanden zou die mogelijk nog verder omlaag moeten. Ergo: of de premie moet nog verder omhoog of de opbouw verder omlaag. Maar... zijn we ons dan niet toch arm aan het rekenen? In ieder geval heeft dat een koopkrachteffect, linksom of rechtsom.

Conclusies

Nog afgezien van het feit of je de effecten van het ECB-beleid exact in kaart kan brengen, kan je wel enkele conclusies trekken.

- We weten niet exact wat de impact is van het ECB beleid op pensioenfondsen, maar wat we wel weten is dat dit effect er is.
- Pensioenfondsen hebben last van de doorwerking QE in de te hanteren UFR. Dat heeft een effect op onze verplichtingen.
- Dat kost onze deelnemers uiteindelijk gewoon geld. Zij lopen uiteindelijk in ons pensioenstelsel het risico: hetzij via een lager rendement, hetzij via lagere opbouw dan wel een (nog) hogere pensioenpremie.

Is er een oplossing? Mogelijk wel...

Onderzoek of het mogelijk is de ECB zo snel mogelijk dit opkoopbeleid te laten afbouwen, en zeker niet (verder) op te schalen!