

Liquiditeitsrisico's derivaten pensioenfondsen onder verschillende stress scenario's

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM



AFM

Inhoudsopgave

Samenvatting	3
1 Inleiding	5
2 Toelichting stress scenario's	6
3 Derivatenportefeuilles en liquiditeitspositie pensioenfondsen	8
3.1 Rente- en valutagevoeligheid van de derivatenportefeuille	8
3.2 Liquiditeitspositie	8
4 Resultaten stress scenario's	10
4.1 Margeverplichtingen	10
4.2 Impact op liquiditeitspositie	11
5 Rol Europese geldmarkten	14
5.1 Belang van de repomarkt	14
5.2 Gebruik van geldmarktfondsen	15
5.3 Lange termijn ontwikkelingen in liquiditeitsbehoefte	18
6 Financiële stabiliteitsoverwegingen	19
7 Conclusie en aanbevelingen	23

Samenvatting

Dit rapport presenteert de bevindingen van een onderzoek door de AFM en DNB naar liquiditeitsrisico's uit hoofde van derivatenportefeuilles van pensioenfondsen, naar aanleiding van een aanbeveling van het Financieel Stabiliteitscomité (FSC).

Een deel van de pensioenfondsen en betrokken pensioenuitvoeringsorganisatie's (PUO's) is gevraagd vier stress scenario's door te rekenen, waarin forse rente- en valutaschokken plaatsvinden en de toegankelijkheid van de repomarkt onder druk staat. De resultaten van dit onderzoek geven inzicht in de gevoeligheid van de liquiditeitspositie van pensioenfondsen voor bepaalde schokken op de margeverplichtingen, welke liquiditeitsinstrumenten dan worden ingezet en welke aannames pensioenfondsen daarbij hanteren.

Uit het onderzoek blijkt dat pensioenfondsen in de stress scenario's in staat zijn om aan de margeverplichtingen te voldoen zonder een massale verkoop van activa.

Pensioenfondsen krijgen vanwege de omvangrijke derivatenportefeuilles te maken met grote margeverplichtingen in het geval van rente- en valutaschokken. Het onderzoek laat zien dat zij verschillende liquiditeitsbronnen gebruiken om te voldoen aan deze margeverplichtingen. Sommigen hanteren een 'watervalmethode' die aangeeft welke bronnen wanneer worden aangesproken. Vaak wordt allereerst gebruik gemaakt van direct beschikbare liquiditeit zoals kasmiddelen, deposito's en aflopende reverse repo's. Daarnaast maken Pensioenfondsen gebruik van andere liquiditeitsbronnen zoals repotransacties en onttrekkingen uit geldmarktfondsen. Ook

gebruiken ze de flexibiliteit van bilaterale derivatencontracten door hoogwaardig schuld papier als onderpand te storten in plaats van cash. In geen van de scenario's hoeft te worden overgegaan op massale verkoop van kortlopend schuld papier (of andere activa).

Wel laten de resultaten zien dat pensioenfondsen afhankelijk zijn van aannames over het functioneren van repomarkten en geldmarktfondsen, waardoor ze in extreme scenario's mogelijk wel genoodzaakt zijn om meer activa te verkopen. Vooral in worst-case scenario's valt op dat grote pensioenfondsen voor een belangrijk deel van hun liquiditeitsbehoefte afhankelijk zijn van de repomarkt. Daarbij ligt het maximale (dagelijkse) bedrag dat pensioenfondsen uit de repomarkt verwachten te halen hoger dan in maart 2020 op dagbasis verhandeld werd.¹ Daarnaast gaan pensioenfondsen uit van de beschikbaarheid van liquiditeit vanuit geldmarktfondsen. In extreme scenario's, bijvoorbeeld wanneer de repomarkt nagenoeg opdroogt of wanneer geldmarktfondsen gedeeltelijk op slot gaan, kan zodoende niet worden uitgesloten dat pensioenfondsen enkele miljarden aan activa moeten verkopen. Dit kan leiden tot markteffecten en procycliciteit. Een steviger macroprudentieel raamwerk voor de niet-bancaire sector, in het bijzonder geldmarktfondsen, kan deze sector weerbaarder maken in tijden van stress, waardoor de toegang tot liquiditeit verbetert voor beleggers – waaronder Nederlandse pensioenfondsen.

Daarnaast zal de komende jaren de liquiditeitsdruk toenemen door de afname van de mogelijkheid om margeverplichtingen in

¹ Tijdens de Covid-crisis in maart 2020 was er veel vraag naar cash (dash for cash) waardoor onder andere de druk op de repomarkt toenam.

hoogwaardig schuld papier te voldoen, al zal het nieuwe pensioencontract hier mogelijk enige verlichting brengen. De vrijstelling voor verplichte centrale clearing van derivaten voor pensioenfondsen is inmiddels vervallen, waardoor de liquiditeitsdruk vanuit margeverplichtingen toenemen. Wel gebeurt dit geleidelijk, omdat de clearingverplichting alleen voor nieuwe transacties geldt. Daartegenover staat dat het nieuwe pensioencontract een neerwaartse druk op de liquiditeitsbehoefte kan geven, indien de renteafdekking verschuift naar kortere looptijden. Het is dus onzeker wat de toekomstige

liquiditeitsbehoefte zal zijn. Daarom is het verstandig om over enkele jaren de analyse in dit rapport te herhalen wanneer de centrale clearing verplichting een grotere impact heeft op de liquiditeitsdruk en er meer duidelijkheid is over de impact van het nieuwe pensioencontract.

1 Inleiding

In eerdere onderzoeken is door de AFM en DNB geconcludeerd dat liquiditeitsrisico's uit hoofde van derivatenportefeuilles van pensioenfondsen significant zijn. In het Financieel Stabiliteitscomité (FSC) van februari 2023 is dit onderwerp besproken, en is een aantal mogelijke beleidsopties verkend. Het FSC onderschreef de gepresenteerde bevindingen en deed een aanbeveling aan de AFM en DNB om *'risicogebaseerd en daarmee vooral gericht op grote pensioenfondsen en betrokken uitvoerende vermogensbeheerders nader in kaart te brengen welke liquiditeitseffecten zich kunnen voordoen in geval van een sterke stijging van de rente op de geldmarkt en het tijdelijk opdrogen van de repomarkt'*. De AFM en DNB hebben op verzoek van het FSC zodoende nader onderzoek uitgevoerd naar de liquiditeitsrisico's van een aantal pensioenfondsen en betrokken pensioenuitvoerders (PUO's).

Dit rapport presenteert de bevindingen van de liquiditeitsrisico's op basis van verschillende stress scenario's. De pensioenfondsen en PUO's hebben in een liquiditeitsstresstest vier verschillende stress scenario's doorgerekend, waarin forse rente- en valutabewegingen plaatsvinden en beperkingen bestaan in de toegankelijkheid van de repomarkt. De resultaten van de stresstest geven inzicht in de liquiditeitspositie en gebruikte liquiditeitsinstrumenten om in de stress scenario's te voldoen aan de margeverplichtingen. Daarbij heeft de analyse in dit rapport een macro(prudentiële) invalshoek: de liquiditeitsrisico's en potentiële besmettingseffecten worden op macroniveau beoordeeld, en het onderzoek is daarmee niet primair gericht op de individuele instellingen of het toezicht. Goed liquiditeitsbeheer op microniveau draagt echter ook bij aan het beperken van liquiditeitsrisico's op macroniveau.

2 Toelichting stress scenario's

Pensioenfondsen en PUO's zijn gevraagd vier stress scenario's door te rekenen in een liquiditeitsstresstest. De resultaten van de liquiditeitsstresstest geven een beeld van de liquiditeitseffecten die zich kunnen voordoen in geval van sterke schokken in rentes en valuta's, in combinatie met het gedeeltelijk opdrogen van de repomarkt. We maken daarbij onderscheid tussen een adverse scenario en een worst-case scenario voor zowel de rente- en valutaschokken als de beschikbare liquiditeit op de repomarkt. Dit resulteert in vier stress scenario's (zie tabel 1).

De rente- en valutaschokken zijn gekalibreerd op de maximale historische bewegingen over een tweedaagse horizon van de afgelopen 15 jaar. In het onderzoek hanteren we dezelfde (cumulatieve) omvang van de rente- en valuta-schokken voor de adverse en worst-case scenario's.

Alleen veronderstellen we in het worst-case scenario dat deze schok zich geheel in één dag voltrekt, terwijl diezelfde schok zich in het adverse scenario uitspreidt over twee dagen (zie tabel 2). De focus in alle scenario's ligt op een korte horizon, omdat eerder onderzoek laat zien dat margedruk vanuit derivatenportefeuilles met name tot problemen kan leiden in geval van stevige schokken op een eendaagse horizon. Verder veronderstellen we dat de renteschokken parallel en identiek zijn voor zowel swap- als staatsrentes, waarbij we onderscheid maken tussen verschillende geografische gebieden. De valutaschokken zijn gekalibreerd voor de belangrijkste wisselkoersen, te weten euro-dollar (USD), euro-pond (GBP) en euro-yen (JPY). Tabel 2 toont een overzicht van de rente- en valutaschokken in de vier scenario's.²

Tabel 1 Stress scenario's bestaande uit rente- en valutaschok en het gedeeltelijk opdrogen van de repomarkt

	Adverse scenario repomarkt	Worst-case scenario repomarkt
Adverse scenario rente- en valutaschok (tweedaagse horizon)	Scenario 1	Scenario 2
	Rente- en valutaschok op beide dagen	Rente- en valutaschok op beide dagen
	Maximaal repovolume per bestaande handelsrelatie: 325 miljoen euro	Maximaal repovolume per bestaande handelsrelatie: 100 miljoen euro
	Eén handelsrelatie niet beschikbaar	Eén handelsrelatie niet beschikbaar
Worst-case scenario rente- en valutaschok (eendaagse horizon)	Scenario 3	Scenario 4
	Rente- en valutaschok op één dag	Rente- en valutaschok op één dag
	Maximaal repovolume per bestaande handelsrelatie: 325 miljoen euro	Maximaal repovolume per bestaande handelsrelatie: 100 miljoen euro
	Eén handelsrelatie niet beschikbaar	Eén handelsrelatie niet beschikbaar

² De renteschok in het worst-case scenario is groter dan de renteschok in het *system-wide exploratory scenario* van de Bank of England ([Launch of the scenario phase of the system-wide exploratory scenario | Bank of England](#)).

Tabel 2 Rente- en valutaschok in de vier stress scenario's

Rente- en valutaschok adverse scenario (scenario 1 en 2)

Dagelijkse parallelle renteschokken - absolute veranderingen (basispunten)		Valutaschokken - relatieve verandering		
Geographic Area	Basispunten	Valuta	Omschrijving	Procenten
EU	18	USD	1 EUR per x USD	-2,2
UK	38	GBP	1 EUR per x GBP	-2,3
US	22	JPY	1 EUR per x JPY	-3,8
Japan	17			
Other	21			

Rente- en valutaschok adverse scenario (scenario 3 en 4)

Dagelijkse parallelle renteschokken - absolute veranderingen (basispunten)		Valutaschokken - relatieve verandering		
Geographic Area	Basispunten	Valuta	Omschrijving	Procenten
EU	36	USD	1 EUR per x USD	-4,4
UK	77	GBP	1 EUR per x GBP	-4,5
US	44	JPY	1 EUR per x JPY	-7,5
Japan	33			
Other	42			

De scenario's voor de Europese repomarkt zijn gebaseerd op historische repotransacties van pensioenfondsen. De Europese repomarkt is cruciaal voor pensioenfondsen en -uitvoerders om liquiditeit te genereren in tijden van verhoogde marge verplichtingen. Het beschikbare volume op de repomarkt is echter onzeker en afhankelijk van het sentiment op financiële markten. Gegeven de grote afhankelijkheid van de repomarkt en de onzekerheid over het beschikbare volume op deze markt, bevatten de scenario's beperkingen

omtrent de beschikbaarheid van liquiditeit op de repomarkt. Zo is het transactievolume met handelsrelaties gemaximeerd op EUR 325 miljoen en EUR 100 miljoen in respectievelijk de adverse en worst-case scenario's. Daarnaast wordt verondersteld dat pensioenfondsen enkel kunnen handelen met bestaande handelsrelaties en dat één bestaande handelsrelatie niet beschikbaar is om mee te handelen. Dit betreft de handelsrelatie met het grootste transactievolume.

3 Derivatenportefeuilles en liquiditeitspositie pensioenfondsen

3.1 Rente- en valutagevoeligheid van de derivatenportefeuille

De derivatenportefeuilles van pensioenfondsen zijn gevoelig voor veranderingen in zowel de rente als valuta. De totale rentegevoeligheid van de derivatenportefeuille (DV01) – geaggregeerd voor de betrokken PUO's – bedraagt ruim EUR 500 miljoen per basispunt verandering in de swaprente (zie tabel 3). Verder gebruiken PUO's veelal FX forwards om het valutarisico (voornamelijk EUR/USD) af te dekken. De valutagevoeligheid (PV01) uit hoofde van EUR/USD forwards per basispunt verandering in de wisselkoers bedraagt circa EUR 22,3 miljoen voor de PUO's. Voor EUR/GBP en EUR/JPY is de gevoeligheid aanzienlijk kleiner, respectievelijk EUR 2,4 miljoen en EUR 1,1 miljoen.

Tabel 3 Rente- en valutagevoeligheid totale derivatenportefeuille
(miljoenen euro per basispunt)

Gevoeligheid	
DV01	501,1
PV01 (EUR/USD)	22,3
PV01 (EUR/GBP)	2,4
PV01 (EUR/JPY)	1,1

Pensioenfondsen kunnen renteswaps centraal afwikkelen bij een *central clearing counterparty* (CCP) of bilateraal met een betrokken handelsrelatie. Voor het liquiditeitsrisico uit hoofde van margeverplichtingen is dit van belang, omdat bij centraal geclarede contracten de margeverplichtingen altijd in cash moeten worden voldaan (en soms ook intra-day margeverplichtingen kunnen worden gevraagd). Het voldoen aan margeverplichtingen in cash geeft extra liquiditeitsdruk en stelt hogere eisen aan het liquiditeitsbeheer dan bij

bilaterale contracten, waar pensioenfondsen de margeverplichtingen ook in de vorm van hoogwaardig schuldpapier (stukken) kunnen voldoen (en soms ook gedeeltelijk een dag later, afhankelijk van de contractuele afspraken met de tegenpartij). De mogelijkheid om margeverplichtingen in hoogwaardig schuldpapier te voldoen zal de komende jaren geleidelijk afnemen door de verplichte centrale clearing (EMIR) van derivaten (zie paragraaf 5.3).

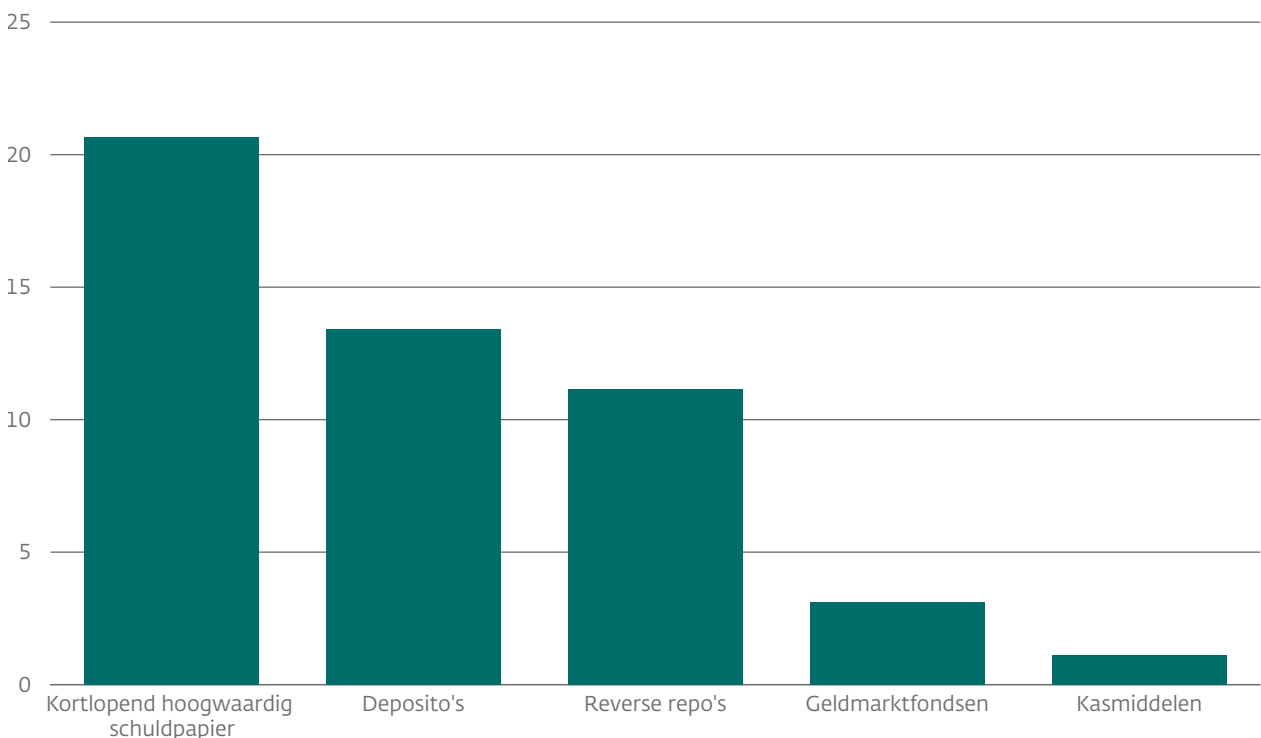
3.2 Liquiditeitspositie

Pensioenuitvoeringsorganisaties (PUO's) gebruiken meerdere bronnen van liquiditeit om aan margeverplichtingen te voldoen.

Hierbij kan een onderscheid worden gemaakt tussen liquiditeitsbronnen die direct beschikbaar zijn en liquiditeitsbronnen die met minder zekerheid beschikbaar zijn. Direct beschikbare liquiditeit bestaat uit instrumenten die een looptijd hebben van maximaal één dag en binnen die termijn ingezet kunnen worden. Dit betreft kasmiddelen, deposito's en aflopende reverse repo transacties (i.e. kasmiddelen die kortlopend zijn uitgezet in ruil voor hoogwaardig onderpand waarvan veel binnen een dag aflopen). Aanvullende liquiditeitsbronnen die met minder zekerheid op korte termijn beschikbaar zijn, bestaan uit repo transacties, onttrekkingen uit geldmarktfondsen en verkoop van kortlopend hoogwaardig schuldpapier (i.e. obligaties met een looptijd minder dan 1 jaar en een *minimum-rating* van AA). Op deze manier spreiden PUO's het tegenpartijrisico en zijn ze niet afhankelijk van een bepaald type liquiditeitsbron. Figuur 1 geeft de totale liquiditeitspositie van de betrokken PUO's weer, waarbij opvalt dat de liquiditeitspositie van PUO's vooral bestaat uit kortlopend schuldpapier, deposito's, reverse repo's en geldmarktfondsen. Daarnaast valt op dat relatief weinig kasmiddelen worden aangehouden vanwege het lage rendement.

Niet alle liquiditeitsbronnen zijn overigens in alle omstandigheden direct liquide te maken. Zo is bij deposito's en reverse repo's doorgaans sprake van een looptijd van één of enkele dagen, waarbinnen de middelen niet of moeilijk liquide gemaakt kunnen worden. Posities in geldmarktfondsen kunnen onder normale omstandigheden (vaak) dagelijks aan- of verkocht worden, al kan deze mogelijkheid worden beperkt of opgeschort in het geval van zeer grote onttrekkingen in tijden van marktstress. Tegelijk is juist in dergelijke scenario's doorgaans sprake van verhoogde margeverplichtingen. Tot slot kan kortlopend schuld papier verkocht worden, maar zal dit in stress scenario's waarschijnlijk gepaard gaan met een grotere marktimpact (zoals bijvoorbeeld zichtbaar in maart 2020).

Figuur 1 Totaal beschikbare liquiditeitsbronnen van betrokken PUO's (miljarden euro)



4 Resultaten stress scenario's

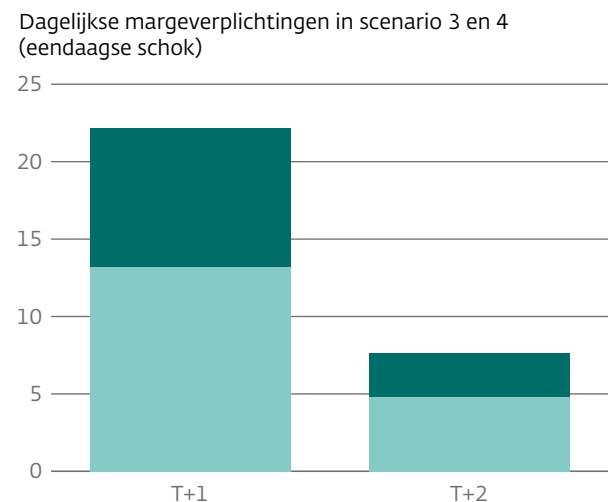
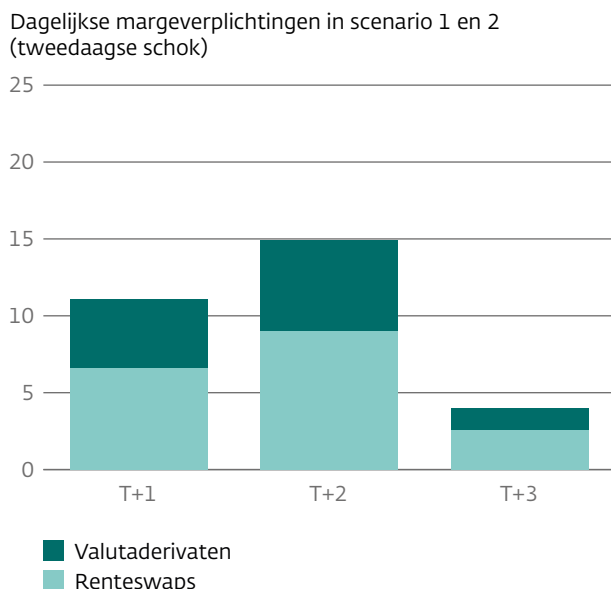
4.1 Margeverplichtingen

Als gevolg van de rente- en valutaschokken bedragen de margeverplichtingen – geaggregeerd voor de betrokken PUO's – in alle scenario's ongeveer EUR 30 miljard, al verschilt de horizon waarbinnen ze aan deze verplichting moeten voldoen. In alle vier de stress scenario's zijn de totale rente- en valutaschokken gelijk, en daarmee dus ook de totale margeverplichtingen. Wel verschilt de horizon waarbinnen PUO's aan deze verplichtingen moeten voldoen. Zo voltrekken de adverse scenario's (scenario 1 en 2) voor rente- en valutaschokken zich over een tweedaagse horizon, terwijl de schokken zich in de worst-case scenario's (scenario 3 en 4) in één dag volledig voltrekken. Overigens moeten de margeverplichtingen – afhankelijk van de geldende regelgeving omtrent de CSA (*credit support annex*) voor derivaten – binnen één of twee dagen na een rente- of valutaschok worden

voldaan. Dit is ook zichtbaar in de resultaten die laten zien dat de totale margeverplichting van EUR 30 miljard in scenario's 1 en 2 (adverse scenario's) verspreid over drie dagen voldaan wordt. Zo moeten PUO's circa EUR 11,1 miljard op T+1, EUR 14,9 miljard op T+2 en EUR 4 miljard op T+3 betalen (zie figuur 2). In scenario's 3 en 4 (worst-case scenario) bedraagt de margeverplichting circa EUR 22,2 miljard op T+1 en EUR 7,6 miljard op T+2. In deze scenario's is de liquiditeitsdruk op de eerste dag dus aanzienlijk groter.

Overigens is het grootste deel van de margeverplichtingen toe te schrijven aan rentederivaten. De totale margeverplichtingen van EUR 30 miljard bestaan voor EUR 18,2 miljard (61%) uit verplichtingen uit hoofde van rentederivaten en voor EUR 11,8 miljard (39%) uit hoofde van valutaderivaten (zie figuur 2).

Figuur 2 Margeverplichtingen uit hoofde van renteswaps en valutaderivaten
(miljarden euro)



4.2 Impact op liquiditeitspositie

In het minst heftige scenario - scenario 1 - maken PUO's vooral gebruik van direct beschikbare liquiditeit en repotransacties om aan de margeverplichtingen te voldoen. In scenario 1 vinden de rente- en valutaschokken over een tweedaags horizon plaats en functioneert de repomarkt relatief goed. In dit scenario wordt ruim 25% van de margeverplichtingen voldaan met direct beschikbare liquiditeit (i.e. deposito's, aflopende reverse repo's), vooral op de eerste dag na een schok (zie figuur 3). Verder valt op dat PUO's veel gebruik maken van repotransacties. Zo wordt in drie dagen circa 30% van de benodigde liquiditeit opgehaald via repo's. Ook maken pensioenfondsen gebruik van de nog bestaande flexibiliteit in bilaterale contracten door het restant van de margeverplichtingen, ongeveer 24%, in de vorm van hoogwaardige stukken te voldoen. Tot slot wordt ongeveer 11% van de benodigde liquiditeit aan posities in geldmarktfondsen onttrokken, en wordt 7% van de margeverplichtingen voldaan door verkoop van schuldpapier.

In scenario 2 nemen de beperkingen op de repomarkt toe, waardoor PUO's meer gebruik maken van de mogelijkheid om (bilaterale) margeverplichtingen te voldoen met hoogwaardig schuldpapier. In scenario 2 is sprake van dezelfde rente- en valutaschokken, maar droogt de repomarkt verder op. Als gevolg van grotere beperkingen kunnen pensioenfondsen minder repotransacties uitvoeren om aan de liquiditeitsbehoefte te voldoen. Hierdoor daalt het totale repogebruik in dit scenario naar 17% van de benodigde liquiditeit (zie figuur 3). Dit compenseren pensioenfondsen en -uitvoerders door meer hoogwaardig schuldpapier (stukken) als onderpand te storten (9% van de margeverplichtingen extra), aangevuld met een groter beroep op hun direct

beschikbare liquiditeit (circa 3% extra) en meer van de posities in geldmarktfondsen te verkopen (circa 2% extra).

In scenario 3 – waarin de rente- en valutaschokken op één dag plaatsvinden – valt op dat pensioenfondsen een groter deel van de margeverplichtingen voldoen met repotransacties en hoogwaardig onderpand.

In scenario 3 vinden de rente- en valutaschokken over een ééndaagse horizon plaats en functioneert de repomarkt relatief goed. In dit scenario vallen twee ontwikkelingen op. Ten eerste worden repotransacties al meer ingezet op T+1 (28% van de margeverplichtingen op T+1 in plaats van 11% in scenario 1), terwijl daarnaast meer gebruik gemaakt wordt van de mogelijkheid om onderpand in stukken te voldoen. Overigens verwachten pensioenfondsen in dit scenario de onttrekkingen uit geldmarktfondsen ook sneller te kunnen uitvoeren.

In het zwaarste stress scenario – scenario 4 – maken PUO's vooral gebruik van de mogelijkheid om margeverplichtingen in hoogwaardig onderpand te voldoen en wordt er veel uit geldmarktfondsen onttrokken. In scenario 4 vinden de rente- en valutaschokken over een eendaags horizon plaats en droogt de repomarkt verder op. Het gevolg hiervan is dat PUO's minder repotransacties kunnen afsluiten en afhankelijker worden van andere bronnen van liquiditeit, welke sneller liquide gemaakt moeten worden. In dit scenario gebruiken PUO's meer directe liquiditeit (met name reverse repo's) om aan de margeverplichtingen te voldoen en wordt op T+1 bijna 44% van de margeverplichtingen voldaan met hoogwaardig onderpand. Daarnaast verwachten PUO's 23% van de margeverplichtingen te voldoen via onttrekkingen uit geldmarktfondsen.

De dagelijkse onttrekkingen uit geldmarktfondsen zijn in dit scenario hoog. Zo verwachten ze bijna 40% van de benodigde liquiditeit op de tweede dag na de schok uit geldmarktfondsen te kunnen halen.³

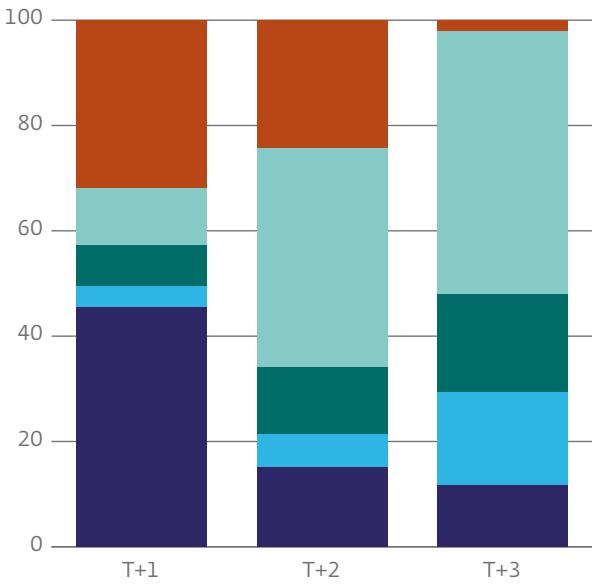
Samenvattend laten de resultaten zien dat de betrokken PUO's in alle stress scenario's in staat zijn om aan de margeverplichtingen te voldoen zonder massale verkoop van activa. PUO's gebruiken verschillende liquiditeitsbronnen om te kunnen voldoen aan de margeverplichtingen en in geen van de scenario's hoeft te worden overgegaan op een forse verkoop van kortlopende schuldpapier (of andere activa). Sommige PUO's hanteren daarbij een waterval methode die voorschrijft welke liquiditeitsbronnen wanneer worden aangesproken. Over het algemeen worden direct beschikbare liquiditeit, repo transacties en onttrekkingen uit geldmarktfondsen eerder gebruikt dan de verkoop van kortlopend schuldpapier (of andere activa). PUO's geven daarbij aan in tijden van stress voldoende beslissingsbevoegdheid te hebben om flexibel om te gaan met onverwacht hoge margeverplichtingen. Wanneer in het geval van grote liquiditeitsstress en een onvoldoende liquiditeitsbuffer, de PUO moet overgegaan op de verkoop van stukken, zou dit in de praktijk tot problemen kunnen leiden als hiervoor afstemming nodig is met pensioenfondsen en dit (te) lang duurt.

Wel laten de resultaten zien dat PUO's afhankelijk zijn van aannames over het functioneren van repomarkten en geldmarktfondsen, evenals de mogelijkheid om margeverplichtingen met hoogwaardig schuldpapier te voldoen. Vergeleken met historische perioden van verhoogde stress valt op dat PUO's in sommige stress scenario's veel liquiditeit ophalen via repomarkten (zie paragraaf 5.1). Ook verwachten PUO's tot maximaal 35% van de totale positie in geldmarktfondsen op dagbasis te kunnen onttrekken (zie paragraaf 5.2). Ten slotte maken ze nog voor een significant deel gebruik van de mogelijkheid om margeverplichtingen te voldoen met hoogwaardig schuldpapier als onderpand in plaats van cash. Deze mogelijkheid zal de komende jaren geleidelijk afnemen (zie paragraaf 5.3).

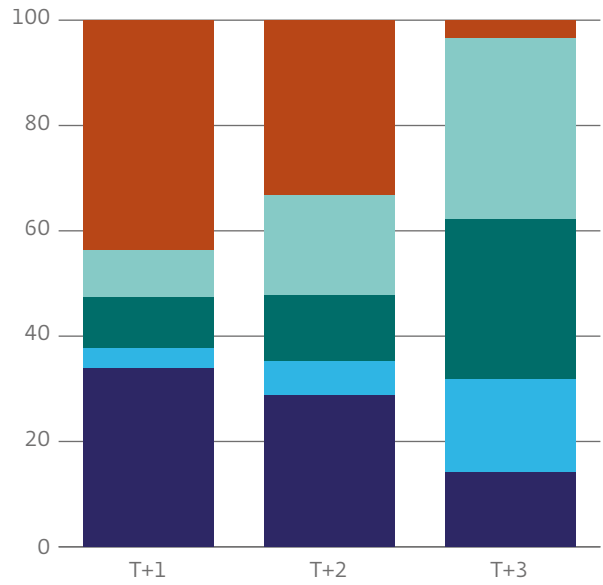
³ Het gebruik van geldmarktfondsen verschilt tussen PUO's.

Figuur 3 Gebruik van liquiditeitsbronnen in de vier scenario's
(als percentage van margeverplichtingen)

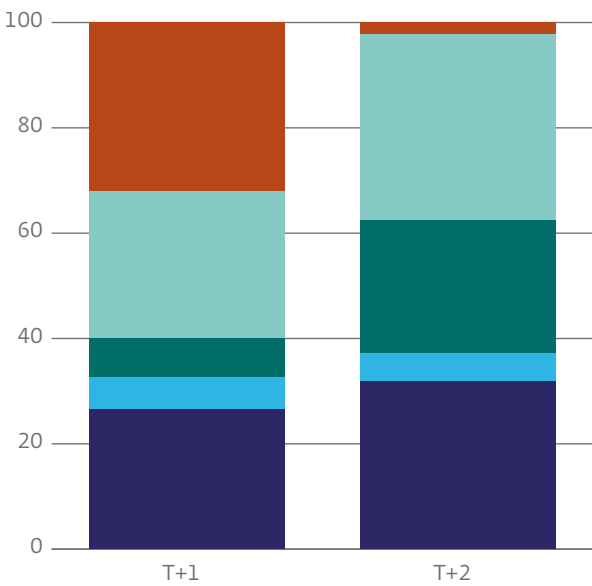
Scenario 1 (adverse scenario rente- en valutaschok en adverse scenario situatie repomarkt)



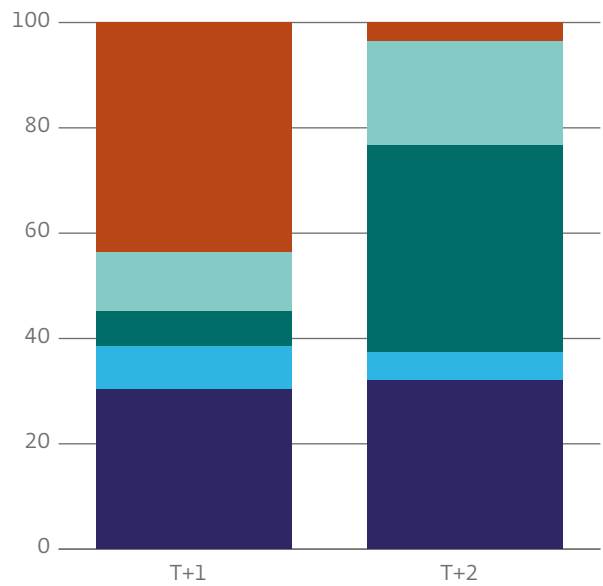
Scenario 2 (adverse scenario rente- en valutaschok en worst-case scenario situatie repomarkt)



Scenario 3 (worst-case scenario rente- en valutaschok en adverse scenario situatie repomarkt)



Scenario 4 (worst-case scenario rente- en valutaschok en worst-case scenario situatie repomarkt)



- In stukken voldaan
- Verkoop schuldpapier
- Repotransacties
- Directe liquiditeit
- Geldmarktfondsen

5 Rol Europese geldmarkten

Het functioneren van geldmarkten vormt een belangrijke afhankelijkheid in het liquiditeitsmanagement van pensioenfondsen en pensioenuitvoeringsorganisaties (PUO's).

De resultaten laten zien dat pensioenfondsen voor een deel van hun liquiditeitsbehoefte afhankelijk zijn van repo transacties en geldmarktfondsen (hoewel de mate waarin verschilt). Daarom staan we in deze paragraaf nader stil bij het functioneren van de Europese repomarkt en het gebruik van geldmarktfondsen. Ten slotte worden lange termijn ontwikkelingen in de liquiditeitsbehoefte van pensioenfondsen kort besproken.

5.1 Belang van de repomarkt

Onder normale marktomstandigheden is de repomarkt zeer diep, maar het beschikbare volume is in tijden van stress onzeker. Op de repomarkt kunnen partijen kortlopende liquiditeit ophalen in ruil voor (hoogwaardig) onderpand. Onder normale omstandigheden is de repomarkt zeer diep en is voldoende liquiditeit beschikbaar om kasmiddelen op te halen. Zo bedraagt het gemiddeld dagelijkse volume op de Europese repomarkt meer dan EUR 600 miljard.⁴ Vanwege de grote omvang van de Europese repomarkt kunnen pensioenfondsen hun handelsvolumes snel opschalen indien nodig. Op dagen met verhoogde activiteit kunnen handelsvolumes toenemen tot EUR 30 miljard zonder een significante stijging in tarieven. Het beschikbaar volume op de repomarkt is echter afhankelijk van marktsentiment, waardoor er sprake is van een inherente onzekerheid voor pensioenfondsen of deze markt te allen tijde kan voorzien in de liquiditeitsvraag. De diepte van de repomarkt

hangt voornamelijk af van de bereidheid van banken om kasmiddelen uit te lenen. Wanneer banken – bijvoorbeeld door volatiele marktomstandigheden - meer reserves willen aanhouden, kan de liquiditeit op de repomarkt snel afnemen.⁵

Nederlandse pensioenfondsen zijn zowel als geldnemer en geldschieter actief op de repomarkt.

In de lage renteomgeving van de afgelopen jaren zijn pensioenfondsen vooral actief geweest als geldschieter, terwijl ze bij een stijgende rente juist actief worden als geldnemer op de repomarkt. De gemiddelde transactieomvang van Nederlandse pensioenfondsen is significant groter dan het gemiddelde van alle repotransacties. Bovendien valt de individuele transactieomvang van de grootste pensioenfondsen in extreme gevallen in het hoogste percentiel. Pensioenfondsen handelen daarbij over het algemeen met meer geldleners dan met geldverstrekkers. Dit is te verwachten gezien het grotere aantal transacties voor geldleningen door pensioenfondsen. Wanneer pensioenfondsen kasmiddelen nodig hebben, is toegang hebben tot (meerdere) partijen die kasmiddelen willen verstrekken cruciaal. De verscheidenheid tussen pensioenfondsen met betrekking tot het aantal tegenpartijen is groot.

In de stress scenario's maken pensioenfondsen ondanks de beperkingen nog volop gebruik van de repomarkt.

Daarbij benutten ze de maximale capaciteit van de repomarkt binnen het voorgeschreven scenario. Sommige pensioenfondsen geven aan dat ze de kasmiddelen uit repotransacties gebruiken om de

⁴ ECB Euro money market study 2022.

⁵ Een voorbeeld van een lage liquiditeit op repomarkten is de US repomarkt in september 2019.

liquiditeitsbuffer aan te vullen, maar dat ze de kasmiddelen nog niet nodig hebben voor het voldoen van de margeverplichtingen.

Vergeleken met historische perioden van verhoogde stress op repomarkten verwachten pensioenfondsen in sommige stress scenario's veel liquiditeit op te kunnen halen via repomarkten. Zo ligt het maximale dagelijkse bedrag aan verwachte repotransacties in scenario's 1 en 3 (waarin repomarkten naar verwachting nog redelijk functioneren) veel hoger dan in maart 2020 en september 2022 op dagbasis verhandeld werd. Het is onzeker of dergelijke volumes in tijden van stress opgehaald kunnen worden op de repomarkt. Niettemin bleef de Europese repomarkt in de genoemde perioden van stress relatief goed functioneren.

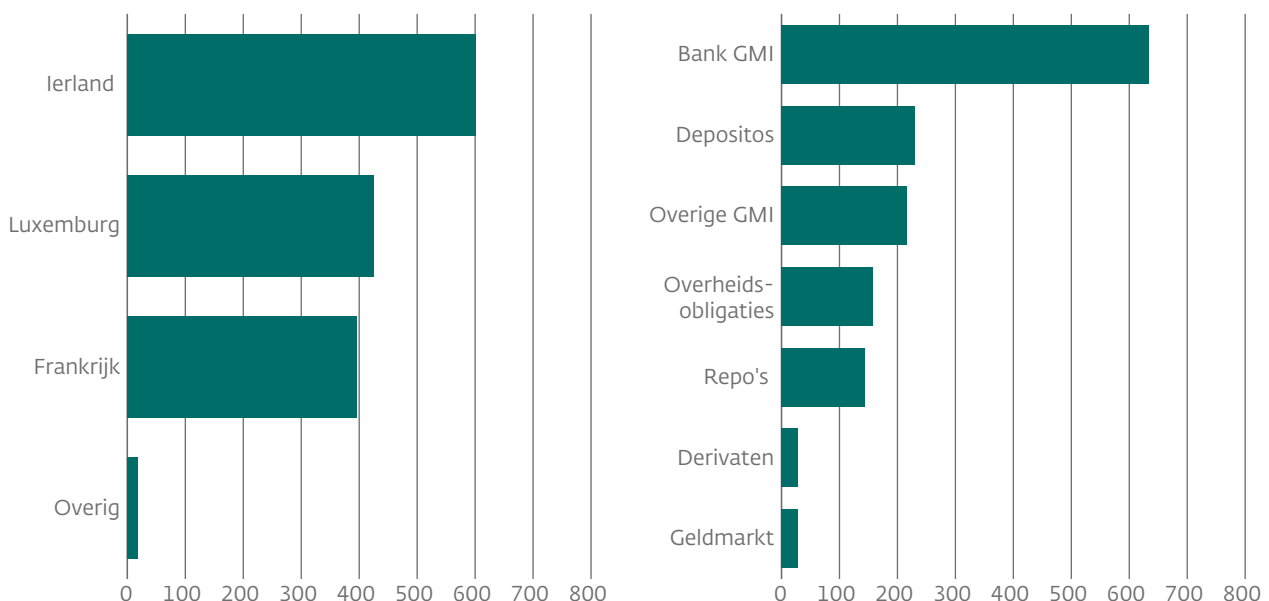
5.2 Gebruik van geldmarktfondsen

Pensioenfondsen hebben participaties in geldmarktfondsen voor het aantrekken of wegzetten van korte termijn kasmiddelen.

In de EU zijn ruim 450 geldmarktfondsen en rond de 125 beheerders actief. Deze fondsen zijn voornamelijk in Frankrijk, Ierland en Luxemburg gevestigd. Gezamenlijk beheren de Europese geldmarktfondsen ongeveer EUR 1400 miljard (zie figuur 4), belegd in korte termijn liquide instrumenten met beperkingen op de looptijd. Het grootste deel van de portefeuille wordt belegd in geldmarktinstrumenten (MMI), voornamelijk uitgegeven door banken (zoals *commercial paper* en *certificates of deposits*). Pensioenfondsen en verzekeraars zijn samen goed voor ongeveer 15% van deze posities, waarbij Nederlandse pensioenfondsen voor ongeveer EUR 35 miljard in geldmarktfondsen beleggen.

Figuur 4 Activa en portfolioverdeling van Europese geldmarktfondsen

(miljarden euro)



Bron: EU MMF Market Report 2023 (ESMA)

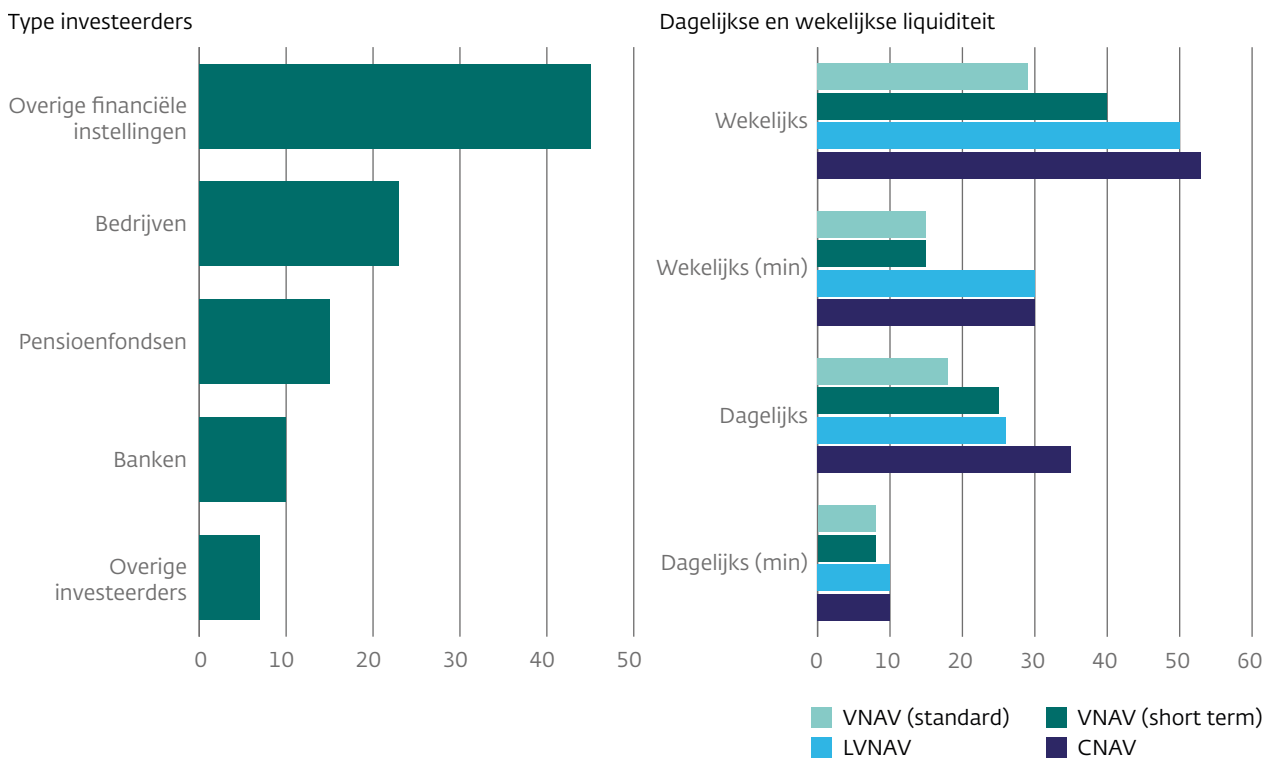
Het aandeel van Nederlandse pensioenfondsen in Europese geldmarktfondsen is daarmee relatief beperkt en het lijkt eenvoudig om in meerdere geldmarktfondsen te beleggen.

Voor Europese geldmarktfondsen gelden specifieke regels over bijvoorbeeld de activa waarin belegd kan worden en de minimum benodigde liquiditeit van het fonds. Er zijn verschillende typen geldmarktfondsen, met op onderdelen enigszins afwijkende eisen. Zo beleggen de zogenaamde CNAV (*Constant Net Asset Value*) geldmarktfondsen nagenoeg volledig in activa die gerelateerd zijn aan staatsobligaties, terwijl zogenaamde LVNAV en VNAV (*Low Volatility Net Asset Value* en *Variable Net Asset Value*) geldmarktfondsen voor een groot deel in kortlopend schuld papier uitgegeven door financiële instellingen investeren. De dagelijkse en wekelijkse gemiddelde liquiditeitseisen en de daadwerkelijke beschikbare liquiditeit voor de verschillende type geldmarktfondsen zijn weergegeven in figuur 5. In de praktijk geldt dus voor alle type geldmarktfondsen dat de liquiditeit ruim boven de minimumvereiste dagelijkse en wekelijkste liquiditeit ligt.

Nederlandse pensioenfondsen maken verschillend gebruik van geldmarktfondsen in hun liquiditeitsbeheer en hanteren uiteenlopende aannames over de liquiditeit.

De meeste pensioenfondsen investeren een deel van hun activa in geldmarktfondsen. Dat geldt ook voor de pensioenfondsen in dit onderzoek. Een groot gedeelte van de beleggingen in geldmarktfondsen door Nederlandse pensioenfondsen wordt beheerd door kleinere pensioenfondsen. Een mogelijke verklaring hiervoor is het feit dat kleinere pensioenfondsen vaak geen toegang hebben tot de repomarkt waardoor zij meer afhankelijk zijn van o.a. geldmarktfondsen. Tegelijk maken sommige pensioenfondsen die zijn meegenomen in de uitvraag geen gebruik van onttrekkingen uit geldmarktfondsen, vooral omdat de marktliquiditeit hiervoor rondom jaareindes beperkt is of omdat zij dit momenteel nog niet operationeel kunnen. Met betrekking tot de beschikbaarheid van activa in geldmarktfondsen gaan sommige PUO's ervan uit dat geldmarktfondsen 100% liquide zijn, terwijl andere rekening houden met een beperkte liquiditeit (bijvoorbeeld 40%). Sommige PUO's hanteren limieten voor hoeveel ze maximaal deel willen uitmaken van een fonds en investeren daarom ook in meerdere fondsen.

Figuur 5 Investeerders en liquiditeit Europese geldmarktfondsen (procenten)



Bron: EU MMF Market Report 2023

De pensioenfondsen die gebruik maken van geldmarktfondsen voor hun liquiditeitsbeheer onttrekken – door de relatief optimistische aannames over de liquiditeit – in de stress scenario's veel geld uit geldmarktfondsen. Hierbij geven pensioenfondsen aan dat ze in tot op heden nog geen problemen hebben ervaren met onttrekkingen uit geldmarktfondsen. In tijden van stress – waarbij veel marktpartijen behoefte hebben aan cash - lijken deze aannames echter optimistisch. Zo hadden geldmarktfondsen in maart 2020 moeite om aan de onttrekkingsverzoeken van beleggers (*redemptions*) te voldoen. Hoewel geldmarktfondsen voldoende liquiditeit wisten te creëren via verkoop van

stukken en er hierdoor geen fondsen op slot zijn gegaan, heeft de verkoop van stukken door geldmarktfondsen wel bijgedragen aan de *fire sale* spiraal in maart 2020. Dit laat zien dat pensioenfondsen in tijden van stress via onttrekkingen uit geldmarktfondsen indirect markteffecten kunnen versterken (zie ook paragraaf 6).

De verwachte onttrekkingen uit geldmarktfondsen zijn in de stress scenario's 3 en 4 groter dan de maximale onttrekkingen tijdens de Covid-crisis in maart 2020. Dit geldt zowel in absolute als relatieve zin (tabel 4). De verwachtingen rondom dergelijke onttrekkingen

brengen het risico met zich mee dat ofwel geldmarktfondsen niet aan alle onttrekkingen kunnen voldoen (met liquiditeitsrisico's voor pensioenfondsen als gevolg), of dat geldmarktfondsen - net als in 2020 - mogelijk bijdragen aan een *fire sale* spiraal.

Tabel 4 Maximale dagelijkse onttrekkingen geldmarktfondsen betrokken PUO's

	Maart 2020	Scenario 3	Scenario 4
Absoluut (miljarden euro)	0,9	1,9	3,0
Aandeel (procenten)	16	23	36

5.3 Lange termijn ontwikkelingen in liquiditeitsbehoefte

De mogelijkheid om margeverplichtingen in hoogwaardig schuld papier te voldoen zal de komende jaren geleidelijk afnemen door de verplichte centrale clearing (EMIR) van derivaten. Afgelopen juni is de vrijstelling voor de verplichte centrale clearing van bilaterale derivaten vervallen. Hierdoor zal de liquiditeitsdruk vanuit margeverplichtingen toenemen, omdat margeverplichtingen niet meer in hoogwaardig schuld papier maar in cash zullen moeten worden voldaan. Dit zal geleidelijk gebeuren, omdat de clearingverplichting alleen voor nieuwe transacties geldt. Op dit moment

wordt 39% van de DVO1 van de rentederivaten door de PUO's centraal afgewikkeld. Tot 2028 zal het aandeel van de totale derivatenportefeuille dat centraal gecleared wordt in plaats van bilateraal naar verwachting met circa 16 procentpunt toenemen. Hoewel pensioenfondsen aangeven nu reeds margeverplichtingen veelal in cash te voldoen, laten de resultaten van dit onderzoek zien dat in stress scenario's nog voor een significant gedeelte gebruik wordt gemaakt van de mogelijkheid van margeverplichtingen in stukken te voldoen.

Daar staat tegenover dat de overgang naar het nieuwe pensioencontract de margeverplichtingen kunnen verlichten doordat de renteafdekking mogelijk zal verschuiven naar kortere looptijden. Hoewel nog onduidelijk is wat de precieze impact van het nieuwe pensioencontract is, zal de renteafdekking mogelijk verschuiven van lange naar korte looptijden. Het renterisico zal onder het nieuwe contract immers niet gedeeld worden tussen generaties. Vooral voor jongeren ligt een lagere renteafdekking dan nu het geval is voor de hand, terwijl het voor ouderen omgekeerd is. Een lagere duratie leidt tot een neerwaartse druk op margeverplichtingen. Totdat pensioenfondsen overstappen op het nieuwe pensioencontract zal hier echter nog geen sprake van zijn terwijl de impact van EMIR de komende jaren wel geleidelijk zal toenemen.

6 Financiële stabiliteitsoverwegingen

Pensioenfondsen kunnen vooral via gedwongen verkopen (*fire sales*) een negatieve impact hebben op financiële stabiliteit (indirecte besmetting). Door de omvang van de beleggingsportefeuille heeft het handelen van de pensioensector als geheel een potentiële impact op financiële markten. Wanneer meerdere (grote) pensioenfondsen tegelijkertijd effecten moeten verkopen om aan margeverplichtingen te voldoen kan dit prijzen op financiële markten onder druk zetten, vooral omdat dit waarschijnlijk plaatsvindt in een markt die al onder druk staat.

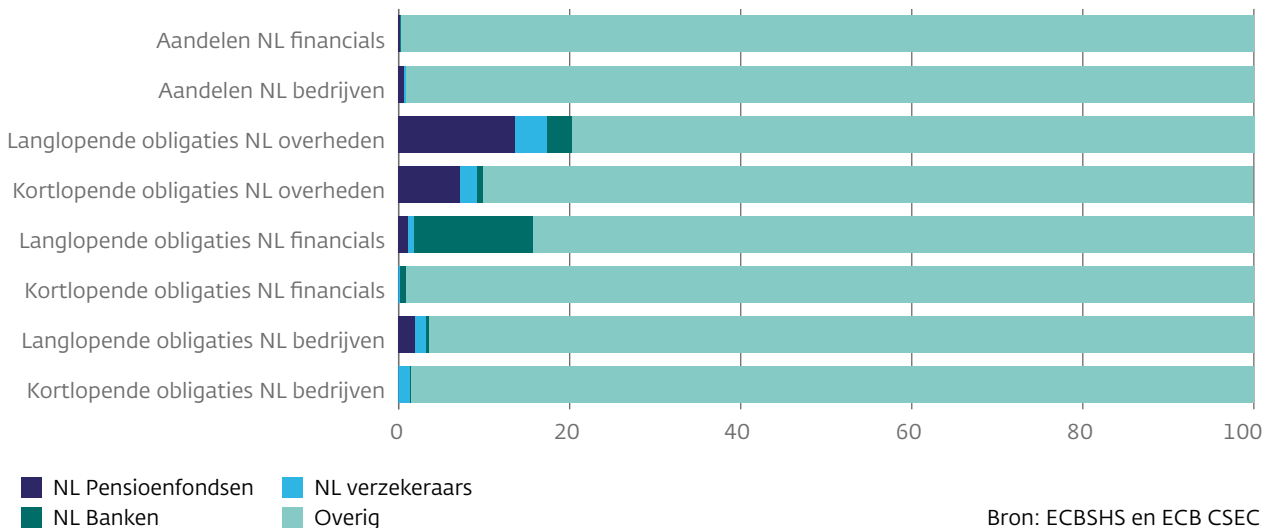
De kans op (procyclische) marktimpact door verkopen van pensioenfondsen is alleen aanwezig in een zwaar staartscenario, en dan

vooral voor langlopende staatsobligaties.

Met data over houderschap van financiële instrumenten kan een inschatting gemaakt worden van de mogelijkheid tot marktimpact van *fire sales* door pensioenfondsen. Of een grootschalige verkoop van activa leidt tot zelfversterkende effecten hangt namelijk af van welk deel van de effecten in handen is van pensioenfondsen.⁶ Figuur 6 toont ter illustratie voor verschillende beleggingscategorieën het houderschap van pensioenfondsen, voor effecten die door Nederlandse instellingen (overheden, bedrijven, financials) zijn uitgegeven.⁷

Figuur 6 Houderschap van Nederlandse pensioenfondsen in verschillende beleggingscategorieën

(percentage van totaal uitgegeven marktwaarde).



⁶ Dit kan in kaart gebracht worden met behulp van de Securities Holding Statistics van DNB.

⁷ In de figuur wordt alleen het houderschap van effecten uitgegeven door Nederlandse partijen getoond, omdat hier het houderschap procentueel het grootst is. De kans op marktimpact van niet-Nederlandse activa is daarmee kleiner.

Alleen van langlopende staatsobligaties is een significant deel in handen van Nederlandse pensioenfondsen. Voor de overige activaklassen is het houderschap in relatieve zin beperkt en zal een overhaaste verkoop door pensioenfondsen naar verwachting geen prijsimpact hebben, omdat deze effecten grotendeels in handen zijn van andere marktpartijen. Aangezien pensioenfondsen het renterisico onder andere afdekken met langlopende staatsobligaties zijn ze minder geneigd om deze activa te verkopen en zullen ze eerder kortlopende obligaties verkopen. Alleen in een staartscenario zal de liquiditeitsbehoefte van pensioenfondsen tot besmettingseffecten via *fire sales* kunnen leiden.

Pensioenfondsen beschikken in de stress scenario's over voldoende liquiditeitsbronnen en hoeven nauwelijks activa te verkopen. In de stress scenario's is bovendien geen sprake van een verkoop van langlopende obligaties. De kans op besmettingseffecten door *fire sales*, zoals bijvoorbeeld tijdens de UK gilt crisis, lijkt daarmee klein. Pas in het geval van een zwaar staartscenario, met bijvoorbeeld snel stijgende rentes, kunnen *fire sales* zorgen voor prijseffecten. Dit geldt temeer omdat het waarschijnlijk is dat veel andere marktpartijen ook hun stukken verkopen in een dergelijk scenario.

Ten slotte kunnen pensioenfondsen indirect markteffecten veroorzaken via onttrekkingen uit geldmarktfondsen. Om aan de onttrekkingen van pensioenfondsen te kunnen voldoen, moeten geldmarktfondsen onderliggende beleggingen verkopen, wat (naast de eventuele directe

verkopen van beleggingen van pensioenfondsen) ook tot procyclische effecten kan leiden. Dit blijkt ook uit onderzoek van de ECB naar de periode van *dash for cash* in het voorjaar van 2020, waarbij sprake was van een hoge correlatie tussen betalingen van *variation margin* door verzekeraars en pensioenfondsen enerzijds, en *outflows* uit geldmarktfondsen anderzijds.⁸

De afhankelijkheid van pensioenfondsen van geldmarkten toont het belang om vanuit macroprudentieel perspectief de regulering van onder meer geldmarktfondsen te versterken.

Hervormingen om niet-bancaire partijen (NBFi-sector) beter te reguleren, maken deze sector weerbaarder in tijden van stress en kunnen ook de toegang tot liquiditeit voor beleggers in deze fondsen – waaronder Nederlandse pensioenfondsen verbeteren. Zo kunnen verbeteringen in de regulering van geldmarktfondsen ertoe leiden dat deze fondsen in tijden van verhoogde stress langer aan uittredende investeerders tegemoet kunnen komen, en minder betrokken zijn bij een zelfversterkende spiraal, zoals het geval was in maart 2020, waarbij ook Nederlandse pensioenfondsen een rol speelden.⁹ Een betere regulering van geldmarktfondsen kan bovendien betekenen dat pensioenfondsen minder snel gebruik hoeven te maken van andere liquiditeitsbronnen. Hoewel de herziening van de *Money Market Fund Regulation* (MMFR) door de Europese Commissie is uitgesteld, neemt het besef toe dat de kwetsbaarheden in geldmarktfondsen om opvolging vragen.

⁸ ECB (2023), Derivative margin calls: a new driver of MMF flows, *Working Paper Series*, No 2800.

⁹ ECB (2020), Financial Stability Review. May 2020.

De resterende risico's in een zwaar staartscenario roepen daarnaast de vraag op hoe om te gaan met risico's die niet-bancaire partijen, zoals pensioenfondsen, teweeg kunnen brengen in het financiële systeem.

De rol en systeemrelevantie van niet-bancaire partijen (NBFI) neemt al langere tijd toe en tijdens recente perioden van stress werden de kwetsbaarheden bij deze partijen blootgelegd. Dit benadrukt het belang van het verbeteren van de regulering en het toezicht op NBFIs. Desondanks is er een niveau van stress denkbaar waarbij dit onvoldoende is om procycliciteit te voorkomen. Vanwege het mogelijke risico op besmetting via *fire sales*, heeft de Bank of England (BoE) recent aangekondigd een leenfaciliteit op te richten om pensioenfondsen, verzekeraars en LDI-fondsen in tijden van extreme liquiditeitsstress van liquiditeit te voorzien (zie Box voor meer informatie over deze nieuwe faciliteit en hoe de Britse situatie zich verhoudt tot de Nederlandse context).

Box – BoE kondigt permanente leenfaciliteit voor niet-bancaire partijen aan

De Bank of England heeft recent aangekondigd een leenfaciliteit op te richten om (in eerste instantie) pensioenfondsen, verzekeraars en LDI-fondsen in tijden van extreme liquiditeitsstress van liquiditeit te voorzien. Directe aanleiding vormen de verschillende episoden van liquiditeitsstress in *market-based finance* (US repomarkt in 2019, de *dash for cash* in maart 2020 en de UK LDI stress in september 2022), tezamen met de inschatting dat de liquiditeitsrisico's van NBFIs en de implicaties daarvan voor de financiële stabiliteit, verder toenemen. De BoE spreekt daarbij van een 'Grand Bargain', waarbij NBFIs een verhoogde weerbaarheid moeten opbouwen voor flinke idiosyncratische liquiditeitsschokken (eerste verdedigingslinie), terwijl centrale banken nieuwe instrumenten ontwikkelen om de stabiliteit te waarborgen in het geval van extreme staartrisico's. Een belangrijk argument van de BoE voor een directe backstop faciliteit is dat activa aankopen, zoals de BoE heeft uitgevoerd tijdens de LDI gilt crisis, de perceptie van de *monetary policy stance* kunnen verstoren en in de uitwerking hieraan tegengesteld kan zijn. In de concrete vormgeving van de nieuwe faciliteit zal de juiste balans gezocht moeten worden door de BoE, zodat de faciliteit krachtig en snel disfunctioneren van markten kan tegengaan, maar tegelijkertijd alleen als backstop werkt. In dit kader benadrukt de BoE het belang van verdere hervormingen gericht op ex ante weerbaarheid van NBFIs.

De Nederlands-Europese context wijkt op diverse aspecten af van de Britse situatie.

Allereerst heeft de BoE een explicieter financieel stabiliteitsmandaat dan de ECB.¹ Ten tweede laten de uitkomsten in dit rapport zien dat pensioenfondsen vooral in de problemen komen wanneer repomarkten niet functioneren. In dat geval is waarschijnlijk sprake van systeembrede liquiditeit stress, waarbij ook de monetaire transmissie onder druk kan komen te staan. Voor een dergelijk scenario (zoals in maart 2020) heeft de ECB instrumenten (zoals aankoopprogramma's) beschikbaar om de Europese geldmarkt te ondersteunen waarmee indirect ook de problematiek bij pensioenfondsen kan worden geadresseerd. Ten derde moet worden benadrukt dat de Britse situatie zoals tijdens de UK gilt crisis in de Nederlandse context minder waarschijnlijk is. Een dergelijke snelle stijging in risicovrije rentes is lastig voor te stellen in de eurozone en het is minder waarschijnlijk dat Nederlandse pensioenfondsen zouden bijdragen aan een vicieuze cirkel zoals in het VK. De rol van Nederlandse pensioenfondsen op de Europese rentemarkt is immers veel kleiner dan die van Britse pensioenfondsen op de Britse rentemarkt. Daarnaast dekken Nederlandse fondsen minder renterisico af dan Britse fondsen, en zijn de toezichteisen rond liquiditeit strenger, waardoor fondsen beschikken over grotere liquiditeitsbuffers. Dit alles maakt het liquiditeitsrisico en de kans op zelfversterkende effecten in Nederland kleiner.

¹ De BoE heeft een duaal mandaat voor het handhaven van zowel prijsstabiliteit als financiële stabiliteit. Het primaire mandaat van de ECB is prijsstabiliteit.

7 Conclusie en aanbevelingen

Uit dit onderzoek blijkt dat de pensioenfondsen in staat zijn om aan de margeverplichtingen te voldoen zonder een massale verkoop van activa in stress scenario's gericht op rente- en valutaschokken en een verminderde werking van repomarkten. De pensioenfondsen krijgen vanwege de omvangrijke derivatenportefeuilles te maken met grote margeverplichtingen in het geval van rente- en valutaschokken. Uit de uitvraag blijkt dat pensioenfondsen verschillende liquiditeitsbronnen gebruiken om te kunnen voldoen aan deze margeverplichtingen. Daarbij wordt allereerst veelal gebruik gemaakt van direct beschikbare liquiditeit zoals kasmiddelen, deposito's en aflopende reverse repo's. Daarnaast maken pensioenfondsen gebruik van andere liquiditeitsbronnen zoals repo transacties, onttrekkingen uit geldmarktfondsen en de inzet van hoogwaardig schuldpapier als onderpand in plaats van cash. In geen van de scenario's hoeft te worden overgegaan op massale verkoop van kortlopend schuldpapier (of andere activa).

Wel laten de resultaten zien dat pensioenfondsen afhankelijk zijn van aannames over het functioneren van repomarkten en geldmarktfondsen, waardoor ze in extreme scenario's mogelijk wel genoodzaakt zijn om veel activa te verkopen. Vooral in de worst-case scenario's valt op dat grote pensioenfondsen voor een belangrijk deel van hun liquiditeitsbehoefte afhankelijk zijn van de repomarkt. Daarnaast gaan pensioenfondsen uit van de beschikbaarheid van liquiditeit vanuit geldmarktfondsen. Zo verwachten pensioenfondsen in een extreem slecht weer scenario tot maximaal 35% van de totale positie in geldmarktfondsen op dagbasis te kunnen onttrekken, wat meer is dan de dagelijkse onttrekkingen uit deze fondsen tijdens het dieptepunt van de Covid-crisis. Hoewel de stress scenario's in dit onderzoek alleen (gedeeltelijke)

restricties bevatten voor de repomarkt, is het waarschijnlijk dat in tijden van stress ook andere delen van de geldmarkt minder liquide zijn en pensioenfondsen zodoende niet via dit kanaal in hun liquiditeitsbehoefte kunnen voorzien. Bovendien zouden pensioenfondsen via grote onttrekkingen uit geldmarktfondsen indirect markteffecten kunnen versterken, omdat deze geldmarktfondsen dan activa moeten verkopen om aan deze onttrekkingen te voldoen. In extreme scenario's, bijvoorbeeld wanneer de repomarkt volledig opdroogt of wanneer geldmarktfondsen op slot gaan, kan zodoende niet worden uitgesloten dat pensioenfondsen grote hoeveelheden activa moeten verkopen. Dit kan leiden tot markteffecten en procycliciteit. Voor het mitigeren van dergelijke systeemrisico's moet onder meer ingezet worden op een steviger macroprudentieel raamwerk voor NBFi's waaronder geldmarktfondsen. Dit maakt de NBFi sector weerbaarder in tijden van stress en verbetert tegelijk de toegang tot liquiditeit voor beleggers – waaronder Nederlandse pensioenfondsen. Zo kunnen verbeteringen in de regulering van geldmarktfondsen ertoe leiden dat deze fondsen in tijden van verhoogde stress langer aan uittredende investeerders tegemoet kunnen komen, en minder betrokken zijn bij een zelfversterkende spiraal.

Daarnaast zal de komende jaren de liquiditeitsdruk toenemen door de afname van de – in stress scenario's veelgebruikte – mogelijkheid om margeverplichtingen in hoogwaardig schuldpapier te voldoen, terwijl de liquiditeitsdruk mogelijk afneemt door het nieuwe pensioencontract. De vrijstelling voor verplichte centrale clearing van derivaten voor pensioenfondsen is inmiddels vervallen, waardoor de liquiditeitsdruk vanuit margeverplichtingen toenemen. Wel zal dit geleidelijk gebeuren,

omdat de clearingverplichting alleen voor nieuwe transacties geldt. Daartegenover staat dat het nieuwe pensioencontract een neerwaartse druk op de liquiditeitsbehoefte kan geven door een mogelijke verschuiving van lange naar kortere looptijden. Het is dus onzeker wat de toekomstige liquiditeitsbehoefte zal zijn. Daarom is het relevant om over enkele jaren de analyse in dit rapport te herhalen wanneer de centrale clearing verplichting een grotere impact heeft op de liquiditeitsdruk en er meer duidelijkheid is over de impact van het nieuwe pensioencontract.

De Nederlandsche Bank N.V.
Postbus 98, 1000 AB Amsterdam
020 524 91 11
dnb.nl

Volg ons op:
  



Autoriteit Financiële Markten
Postbus 11723, 1001 GS Amsterdam
020 797 20 00
afm.nl

Volg ons:
  

