



De toekomst van kapitaaldekking

Duurzaamheid is een heel actueel thema. Daarbij denken we meestal in eerste instantie aan het klimaat, maar ook voor het financiële systeem is een duurzame inrichting van wezenlijk belang. Door de stimulering van de economie in de EU komen veel leningen in omloop waarin verzekeraars en pensioenfondsen kunnen beleggen. Voor het houdbaar maken van schulden bespreek ik in dit artikel drie mogelijke oplossingen (niet limitatief bedoeld): een minder ambitieuze inflatiedoelstelling, minder overheid en helikoptergeld. Alle drie de oplossingen hebben belangrijke nadelen. Een combinatie van oplossingen is mogelijk. Het zinvol voorspellen van de verre toekomst is niet mogelijk, maar de risico's kunnen worden geanalyseerd in een ORSA of ERB.

Drs. E.P. Visser AAG CERA is senior manager bij KPMG.



HET GROOTSTE STIMULERINGSPPAKKET OOI

Afgelopen december is een akkoord bereikt om de economie in de EU te stimuleren met € 1,8 biljoen in de periode 2021 – 2027. Dit is het grootste stimuleringspakket ooit. Hiervan is € 750 miljard bedoeld om te herstellen van de gevolgen van Corona, hetgeen met name voor enkele zwaar getroffen Zuid-Europese landen belangrijk is. Met deze maatregelen wordt de economie van Europa vergroend en wordt Europa voorbereid op de digitale toekomst. Voor verzekeraars en pensioenfondsen is het interessant omdat met de financiering van deze plannen veel schuld papier in omloop komt waarmee toekomstige verplichtingen kunnen worden afgedekt.

GROEI – EN STABILITEITSPACT

De houding van de beleidsmakers ten opzichte van stimulering is ambivalent. Enerzijds hebben zij de wens om de economie te stimuleren, anderzijds willen zij schulden tot houdbare niveaus beperken. Om de schuld groei in de EU beheersbaar te houden bestaat het groei- en stabiliteitspact dat in 1997 tot stand is gekomen. Volgens het pact mag het begrotingstekort van de lidstaten niet meer dan 3% van bbp zijn. Verder mag de totale overheidsschuld niet meer dan 60% van het bbp bedragen. De percentages zijn gebaseerd op de aanname van een jaarlijkse economische groei van 3% en een inflatie van 2%. Stel dat het BBP in het begin van het jaar 100 is en de staatsschuld 60, dan is het BBP, rekening houdend met 3% reële groei en 2% inflatie, aan het einde van het jaar 105. De staatsschuld stijgt naar 63 hetgeen nog steeds 60% van het BBP van 105 is. Over het maximale houdbare niveau wordt wisselend gedacht. Om te kunnen herstellen in bijzondere situaties, zoals de kredietcrisis, werd enkele jaren geleden meer flexibiliteit nodig geacht. De Europese Commissie heeft daarom in 2015 nadere uitleg verstrekt hoe de tekorten onder voorwaarden tijdelijk mogen oplopen. Ultimo 2019 was de gemiddelde staatsschuld in de eurozone als percentage van het BBP 84%. Door de extra lasten die verband houden met Corona is de verwachting dat deze ultimo 2020 meer dan 100% van het bbp zal bedragen¹.

REALISEREN INFLATIEDOELSTELLING

Om bij te dragen aan een stabiele economische groei heeft de ECB als doelstelling de inflatie onder, maar dicht bij 2% te houden. De inflatie wordt mede bepaald door de geldhoeveelheid. In de periode voor de kredietcrisis kon de ECB de geldhoeveelheid sturen door de korte rente aan te passen. Bij een lage rente is lenen aantrekkelijker dan bij een hoge rente en omgekeerd. De geldhoeveelheid wordt bijna geheel bepaald door de hoeveelheid leningen die wordt verstrekt door banken. Dit werkt als volgt. Indien een bank bijvoorbeeld een 5-jarige lening van € 1.000,- verstrekt aan een particulier en dit bedrag bijschrijft op diens lopende rekening, dan is de balans van de bank € 1.000,- langer geworden. De € 1.000,- op de lopende rekening kwalificeert als geld in omloop. Zodra de lening wordt afgelost, is het bedrag niet meer in omloop. Door contant geld in omloop te brengen kan de ECB de geldhoeveelheid ook vergroten, maar tegenwoordig is de rol van contant geld gering. Sinds de kredietcrisis is de korte rente negatief en kan de geldhoeveelheid kan niet meer worden vergroot met renteverlaging. De ECB kan de geldhoeveelheid nog wel indirect vergroten door obligaties op te kopen van banken. Daardoor kunnen banken meer nieuwe leningen verstrekken (Quantitative easing, afgekort QE). Het vergroten van de geldhoeveelheid gaat dus gepaard met nieuwe leningen die in omloop komen. De opkopen worden door de lokale centrale banken zoals DNB uitgevoerd waardoor deze banken het kredietrisico dragen. Het huidige opkoopprogramma is het Pandemic emergency purchase programme (PEPP).

NO BAIL-OUT

Zolang voor overheden de schulden gelijk groeien met het BBP en daarmee met de belastingen die in de toekomst kunnen worden geheven, blijven de lasten houdbaar. De gemiddelde staatsschuld is, zoals hierboven vermeld, gestegen. Door de lage rente leidt deze niet tot problemen. Voor enkele Zuid-Europese landen zijn de risico's groter. De verwachte schuld is ultimo 2020 voor Italië bijvoorbeeld 162% en voor Griekenland 205%. De schuldenlast van deze landen is ook extra moeilijk omdat slechte leningen van private partijen banken in moeilijkheden brengen. Binnen de regels die daarvoor gelden in de EU, vindt er af en toe een bail-out van een bank plaats. De Monte dei Paschi di Siena, de Banca Popolare di Vicenza en de Veneto Banca zijn hier voorbeelden van. Dit leidt voor de betrokken landen tot extra lasten.

Het verdrag van Maastricht kent een 'no bail-out' clause die stelt dat lidstaten verantwoordelijk zijn voor het aflossen van hun eigen schulden. Gelet op de lage rentes na het ontstaan van de eurozone, mag worden geconcludeerd dat markten wel degelijk rekening hielden met de mogelijkheid van een bail-out. Door de herstructureren van de schuld van Griekenland in 2012 zien we dat de 'no bail-out' clause niet strikt wordt gehandhaafd.

ALS GRIEKENLAND ZIJN SCHULDEN NIET MEER KAN DRAGEN KAN JE EEN BAIL-OUT NIET ZOMAAR TOEPASSEN

SYSTEEMRISICO

Private partijen kunnen failliet gaan. Voor de afwikkeling van schulden zijn de procedures helder. Bij het verstrekken van de lening en het bepalen van de rente wordt rekening gehouden met de kans op een faillissement. Indien sprake is van een default absorbeert de belegger het verlies. Hoewel er sprake kan zijn van boom- en bust cycles, is dit proces redelijk voorspelbaar. Indien overheden zoals Griekenland hun schulden niet meer kunnen dragen, kunnen de schulden vanwege de 'no bail out' clause niet zomaar worden kwijtgescholden. Tegelijk zijn de gevolgen voor het financiële systeem groter. Andere landen zullen een systeemcrash willen voorkomen maar tegelijk mogen en willen zij niet zomaar helpen bij een bail-out. Zowel door de verknoping binnen het financiële systeem als door de onvoorspelbaarheid van het proces draagt de kans op default van landen binnen de eurozone significant bij aan systeemrisico.

TOEKOMST

In het kader van risicomanagement is het van belang om mogelijke scenario's voor de ontwikkeling van de Euro door te denken. Ik bespreek er drie. Afzwakken inflatiedoelstelling, minder overheid en helikoptergeld. Bij een minder ambitieuze inflatiedoelstelling hoeft de ECB minder aan QE te doen. Er komen minder leningen in omloop. Door minder te stimuleren kan voorkomen worden dat veel landen met een zwakke kredietwaardigheid te veel nieuwe schulden aangaan. Daarbij moet worden aangetekend dat bij een recessie die het gevolg is van het restrictieve beleid mag worden verwacht dat een deel van de bestaande schulden onhoudbaar wordt en zal moeten worden afgeboekt. Voor landen is dat zoals hierboven beschreven een moeizaam proces. Een andere oplossing is het strikt handhaven van het groei- en stabiliteitspact. Indien het bedrijfsleven meer investeert, maar de overheden niet, dan gelden bij investeringen met ongelukkige afloop duidelijke regels voor het faillissement van de betrokken bedrijven. Een belangrijk nadeel van deze oplossing is dat de investeringen waarschijnlijk niet leiden tot bloei van de economie op plaatsen waar armoede het grootst is. Door gebruik te maken van helikoptergeld, brengt een centrale bank nieuw geld in omloop zonder dat daar leningen tegenover staan. Het idee is afkomstig van Milton Friedman. *'Stel dat er op een dag een helikopter vliegt boven deze gemeenschap en een extra duizend dollar in bankbiljetten uitwerpt, die, vanzelfsprekend, snel worden verzameld door de leden van de gemeenschap. Laten we verder veronderstellen dat iedereen ervan overtuigd is, dat dit een unieke gebeurtenis is die*

nooit zal worden herhaald.' De centrale bank verlangt geen tegenprestatie voor het uitreiken van (contant) geld. De private vraag kan hiermee worden gestimuleerd. Voor nadere analyse verwijs ik naar een artikel van Willem Bouter². Het grootste risico bij deze oplossing is dat de centrale bank, de ECB, onder politieke druk geen maat houdt en de inflatie te ver op laat lopen. Daarnaast is het een politieke vraag aan wie helikoptergeld beschikbaar wordt gesteld. Een gevolg van de introductie van helikoptergeld is dat minder nieuw schuld papier in omloop wordt gebracht omdat helikoptergeld zonder lening in omloop komt. Bedrijven zouden meer gebruik moeten maken van financiering met eigen vermogen in plaats van vreemd vermogen. Institutionele beleggers kunnen minder verplichtingen afdekken met vastrentende waarden en meer met aandelen. Omdat helikoptergeld nieuw terrein is, is het moeilijk om de verwachte impact te bepalen. In het algemeen zou je verwachten dat het rendement onzekerder wordt omdat er meer in aandelen wordt geïnvesteerd. Indien financiële instrumenten waaraan risico verbonden is, veel worden verhandeld, zou je wel een 'eerlijke' prijs voor risico verwachten. Bij verwachtingen met betrekking tot impliciete garanties op schulden van overheden is dat minder het geval. Welke scenario ook wordt gekozen, het is vooral van belang dat de voorspelbaarheid hoog is waardoor sterke veranderingen in risicoperceptie en daarmee schommelingen in de hoogte van rentes beperkt blijven.

DE ROL VAN DE ACTUARIS

Op grond van het bovenstaande is het niet mogelijk om de waardering van pensioenverplichtingen of verzekeringsverplichtingen te verbeteren. Een eventueel gewent extrapolatiemechanisme naar een UFR die een aannemelijke forward rate zou zijn voor een verre toekomst waarin alle scenario's een realistische kans krijgen kun je er niet mee bepalen. Het is wel mogelijk om verschillende scenario's in een ORSA of ERB te analyseren. Naast de hierboven geschetste langetermijnscenario's zou je bijzondere gebeurtenissen kunnen testen. Bijvoorbeeld het evenement dat een land in de Eurozone in betalingsmoeilijkheden komt. Dit scenario zou kunnen worden uitgewerkt door te veronderstellen dat de EU het minimum doet om het land te redden, vergelijkbaar met Griekenland in 2012. De spreads op alle obligaties met kredietrisico lopen op en de rentes voor staatobligaties die veilig worden geacht gaan naar beneden. Een ander scenario zou kunnen zijn dat stimuleren door leningen op te kopen en deze altijd door te rollen niet meer voldoende effect heeft om de inflatie dichtbij 2% te krijgen. In dit scenario besluit de ECB helikoptergeld te introduceren. De verwachte inflatie zou in een dergelijk scenario omhooggaan en potentieel over de 2% heen schieten. Producten met een langetermijn garantie zijn gelet op het voorgaande moeilijke producten voor een verzekeraar en worden dan ook steeds minder aangeboden. Ook in het pensioenakkoord zien we dat de nominale garantie verdwijnt.

CONCLUSIE

Alle scenario's voor het houdbaar maken van de overheidsschulden hebben belangrijke nadelen. Niets doen is echter geen oplossing voor de lange termijn omdat verwacht mag worden dat enkele landen problemen zullen krijgen met te hoge schuldenlasten. Dat brengt niet alleen lokaal risico, maar ook systeemrisico met zich mee. De besproken oplossingen (minder ambitieuze inflatie doelstelling, minder overheid en helikoptergeld) kunnen desgewenst worden gecombineerd. Helaas is het zinvol voorspellen van de verre toekomst is niet mogelijk, maar de risico's kunnen worden geanalyseerd in een ORSA of ERB. ■

¹ – Stefano Micossi, SOVEREIGN DEBT MANAGEMENT IN THE EURO AREA AS A COMMON ACTION PROBLEM, CEPS Policy Insight, October 2020

² – Willem H. Bouter, The Simple Analytics of Helicopter Money: Why It Works – Always, 2014