



## S chuldafbouw en financiële repressie: een nieuw economisch regime

2012/15

27 | 06 | 2012

 MENSEN

 WELVAART

 BESCHERMING

### Samenvatting

Historisch vormt financiële repressie een onderdeel van het reduceren van te hoge schulden waarbij de rekening wordt doorgeschoven aan de spaarder of polishouder. Inzake regulering van aanvullende pensioenen creëert dit vraag naar flexibiliteit.

IVAN VAN DE CLOOT  
Hoofdeconoom Itinera Institute

Essentieel om de toekomst in te schatten is het besef dat er een nieuw economische tijdperk is aangebroken. De Westerse wereld heeft de voorbije decennia enorme schulden opgebouwd en vandaag is het besef gegroeid dat dit regime onhoudbaar is geworden: "what can't go on, will not go on". Gezien de historisch bekeken hoge schuld niveaus kunnen de komende jaren en zelfs decennia alleen in het licht staan van het reduceren en beheersen van die schulden. Uiteraard is de meest aantrekkelijke optie om die schuldenberg lichter te maken de piste van economische groei. Helaas weten we uit historische analyse dat net het verteren van de overvloedige schulden de ontwikkeling van de economische activiteit de komende jaren zwaar zal bemoeilijken.

Onderzoek van Reinhart et al.<sup>1</sup> heeft aangetoond dat alleen een combinatie van maatregelen opnieuw licht aan het einde van de tunnel kan doen schijnen. Uiteraard hoort voor overheden die boven hun stand leven het beperken van de overheidsuitgaven hierbij. In landen waar de belastingsdruk het kritische niveau nog niet overschrijdt, zullen ook de overheidsontvangsten als aandeel van nationaal inkomen toenemen. Het is onvermijdelijk dat de discussie gevoerd wordt over de wenselijkheid om te besparen in periodes van zwakke groei of recessie. Het antwoord daarop kan er niet in bestaan dat men ontkent dat we opnieuw moeten aanknopen met begrotingsevenwichten en schuldreducties maar de timing van het besparingstraject zal wel noodgedwongen aangepast moeten worden aan de economische context.

Als tegenpartijen verzameld in de markt beginnen te vermoeden dat een land er niet in zal slagen om de schuld beheersbaar af te bouwen,

1. Reinhart, Carmen M., and M. Belen Sbrancia, 2011, "The Liquidation of Government Debt," NBER Working Paper 16893

dan kunnen de risicopremies zo hoog pieken dat het land al op korte termijn op de knieën wordt gedwongen. Eenmaal de opvatting dat de emitent insolvabel is terrein wint, is er meestal geen weg meer terug. In de financiële geschiedenis hebben zogenaamde hair cuts altijd al deel uitgemaakt van het proces om onhoudbare schulden te reduceren. Schuldherstructurerings kunnen overigens velerlei vormen aannemen waarbij uit het uitstellen van couponbetalingen meestal de eerste stap zijn.

## Inflatie versus financiële repressie

Terwijl we uit een periode komen van zeepbellen van zowel vastgoed als financiële activa, is het ook zo dat de inflatie relatief laag uitviel tegenover vroegere periodes. Vandaag doet de roep om inflatie soms de ronde als een oplossing voor het reduceren van de reële schuldenlast. Dit soort inflationistische verleiding dient onderscheiden te worden van keynesiaans geïnspireerde neiging om meer inflatie te tolereren om, zo hoopt men, wat meer economische groei te genereren. De inflationisten moeten echter beseffen dat het in de geschiedenis wel een aantal keren gelukt is om schuld weg te infleren maar dat dit een enorme financiële repressie vereiste. Indien immers hogere inflatieverwachtingen zich vertalen in hogere risicopremies dan is de doos van Pandora pas echt geopend.

De vraag is of de overheid anno 2012 nog in staat is om in die mate dirigistisch op te treden. Het introduceren van nominale renteplafonds is niet zo evident als het lijkt. Uiteraard is de kwantitatieve versoepeling die we vandaag ondervinden vanwege de centrale bank voor een stuk een marktconforme wijze van financiële repressie maar succes ervan is zeker niet gegarandeerd.

Als vanuit de monetaire autoriteit alles er aan wordt gedaan om de rente op zowel korte als langere termijn naar beneden te manipuleren, moeten we er uiteraard voor beducht zijn dat er niet opnieuw zeepbellen in allerlei activaprijzen ontstaan.

Destijds was het bovendien zo dat de regelgever erin slaagde om bepaalde investeerders rechtstreeks te controleren en op te leggen in bepaald schuldpapier te beleggen.

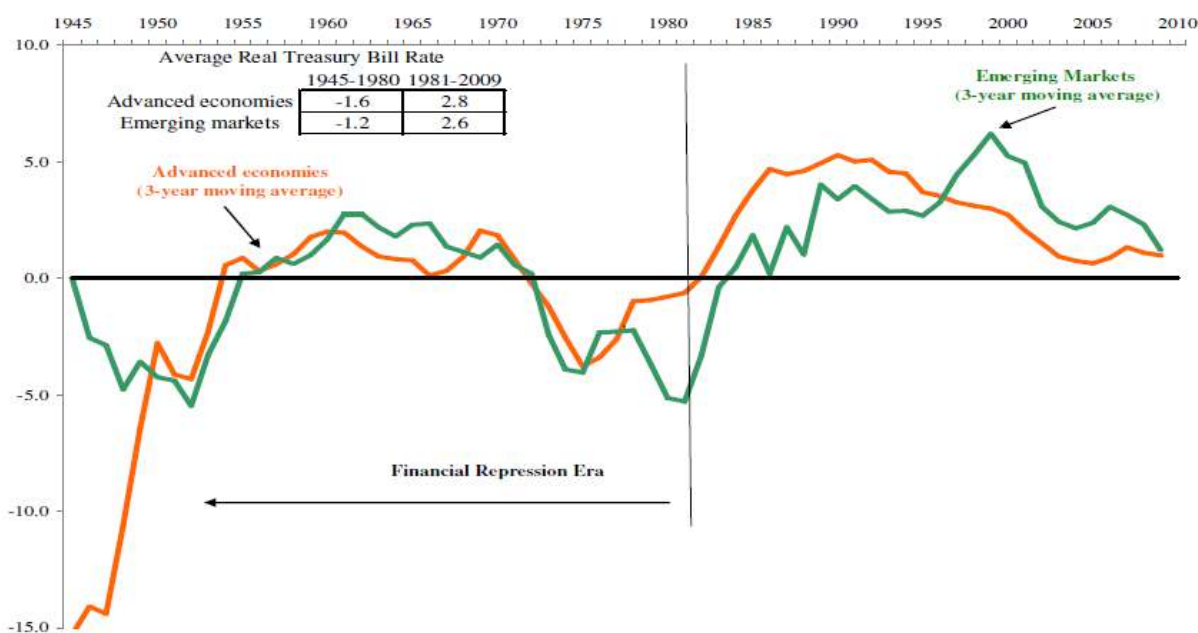
Een ander onderdeel van het beleid van financiële repressie dat we vandaag al kunnen observeren is de preferentiële behandeling van bepaalde activa voor de reservevereisten voor banken, verzekeringsinstellingen en andere gereguleerde entiteiten. Dit impliceert evident dat op die manier de rekening wordt doorgeschoven aan de spaarder of polishouder.

## Lage rente

Dus alhoewel de directe financiële repressie in het Westen nog niet direct realistisch is, zijn er toch allerlei mechanismen die ingeschakeld

worden om de rente kunstmatig laag te houden. Uiteraard dienen we te beklemtonen dat een onvoltooide muntunie zoals de eurozone niet gegarandeerd volgehouden kan worden in elke lidstaat. De nationale overheden in Europe ontberen inderdaad de directe controle over hun eigen munt zodat ze voor een stuk altijd slechts over lage rente zullen beschikken in de mate dat ze nog het vertrouwen genieten van de markt. Zeker met de speculaties over de exit van sommige landen uit de eurozone kan dit een erg toxische ontwikkeling kennen. In elk geval is het essentieel een onderscheid te maken tussen Portugal, Ierland en Griekenland die maar 8% uitmaken van de Europese fixed income markt en Spanje en Italië die 40% ervan uitmaken. Erg instructief is te kijken naar vergelijkbare periodes met hoge leverage toen een coalitie tot stand kwam van belangen voor persistente lage rente. Driemaand schatpapier noteerde in de zomer van 1934 bijvoorbeeld aan 0,15% om tegen november 1938 nog gedaald te zijn tot 0,04%. Pas tegen februari 1948 steeg de rente boven 1%, boven 2% tegen december 1952 en boven 3% tegen december 1956.

Grafiek 1: Gemiddelde reële rente op staatsbons: 1945-2009



Bron: Reinhart, C. en M. Sbrancia, NBER, 2011

Gezien de kwetsbaarheid van de Europese banken, moet veel van het economisch beleid dan ook geïnterpreteerd worden als een manier om hen boven water te houden. Wat echter gunstig is voor bancaire instellingen, is daarom niet even gunstig voor verzekeringsinstellingen. In elk geval dienen zij goed te reflecteren wat een lange periode van financiële repressie als gevolg heeft voor hun winstgevendheid en levensvatbaarheid. De lage rente impliceert immers dat premies moeten belegd worden aan lagere rendementen. Een tweede belangrijke kwestie zijn de bestaande polissen met gegarandeerde rendementen.

## Specifieke situatie

In het kader van de vastebijdragenplannen — waarbij het pensioenkapitaal uiteindelijk afhangt van het behaalde rendement op de in het pensioenreglement gedefinieerde bijdragen— voorziet de Wet op de aanvullende pensioenen (WAP) in een minimumrendementsgarantie. Die bedraagt momenteel 3,25% op werkgeversbijdragen en 3,75% op werknemersbijdragen. De financiële last van deze garantie rust in eerste instantie op de inrichter. Als er een onderfinanciering optreedt, zal de werkgever dus met andere woorden verplicht zijn om bij te storten.

Het aanpassen van de rentevoorwaarden voor klanten gebeurde de voorbije jaren spontaan voor Tak21- en individuele levensverzekeringen.

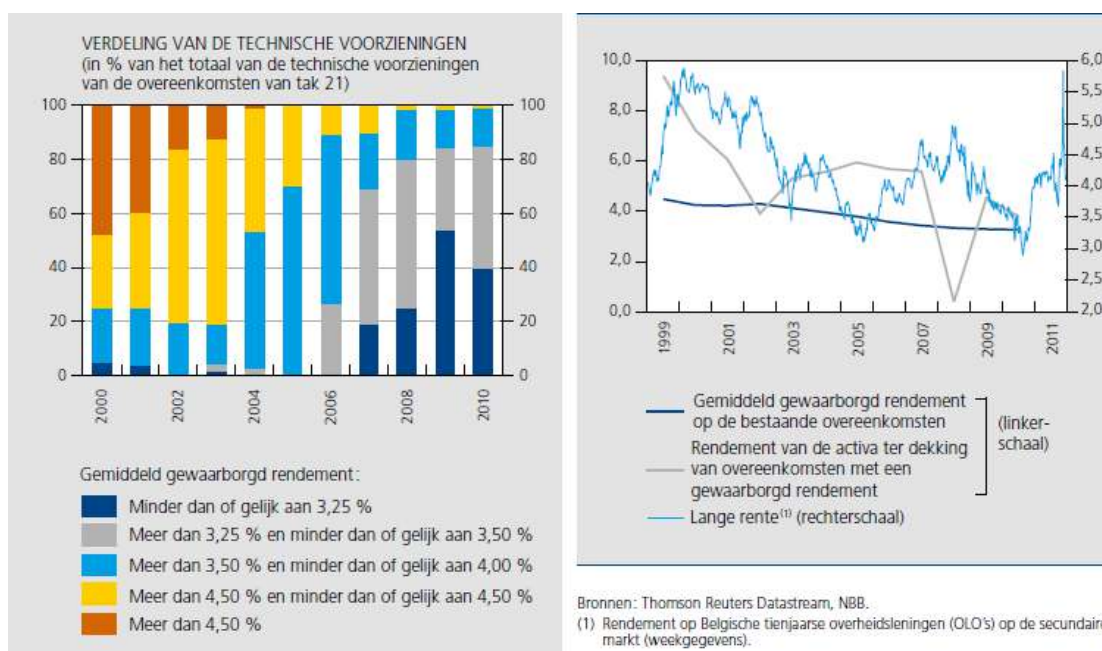
Daar bevinden de rentetarieven zich al een stuk lager dan de 3,25% in de WAP. In groepsverzekeringen namen de verzekeraars tot nu toe vaak de verplichting van de werkgever over, maar het lijkt evident dat indien de gegarandeerde rente niet wordt aangepast, dit in de toekomst minder het geval zal zijn. De overheid staat dan ook voor de keuze of ze vasthoudt aan rendementsgaranties die momenteel niet meer haalbaar zijn waardoor dit product aan belang zal inboeten of het aan te passen aan de markt, eventueel met een zekere vertraging.

## Collateral damage voor de verzekeringssector

De waarderingsrepercussies van persistente lage rente op het vlak van verplichtingen kunnen dan ook dramatisch zijn. Uiteraard kan een omge-

ving van lage rente niet los gezien worden van de economische context. In elk geval is de waarschijnlijkheid van een omgeving met fors lagere groei groter. Sowieso heeft de verzekeringssector al veel geleden onder de financiële turbulentie. In 2011 was de winst bij Belgische verzekeraars toch heel wat teruggevallen tegen het niveau van 2010. Opvallend hierbij was de verslechtering in het resultaat van de levensverzekeringen, hoofdzakelijk als gevolg van het lagere netto-inkomen uit beleggingen wat zo goed als halveerde. Bovendien zijn de huishoudens in een sterkere voorkeur voor liquide beleggingen minder happig op de levensverzekeringsproducten. Dit is echter niet alleen een gevolg van keuzegedrag van de klant ook de bankverzekeringsgroepen hebben bewust ertoe aangezet om liquiditeiten te heroriënteren naar bankproducten.

Grafiek 2: Verdeling en gemiddeld gewaarborgd rendement op overeenkomsten van Tak 21



Bron: NBB

De verzekeringssector is in haar marktrisico vooral toegespitst op vastrentende instrumenten wat de sector uitermate kwetsbaar maakt voor renteschommelingen en risicopremies. Aangezien de looptijden van langetermijnverplichtingen niet samenvallen met die van financiële beleggingen kunnen rentewijzigingen een belangrijke volatiliteit veroorzaken. Onder het prudentiële kader van Solvency I wordt wel gedeeltelijk rekening gehouden met niet-gerealiseerde waardeveranderingen op financiële beleggingen maar niet met de waardering van de verplichtingen. De impact van de lage rentestand die het gevolg is van de financiële repressie hierboven geschetst, zal door de nieuwe regelgeving onder Solvency II veel duidelijker naar boven komen.

Verzekeraars kunnen zich uiteraard beschermen tegen de gevolgen van een lage rente omgeving maar dit vereist het reduceren van hun kosten, het indekken tegen rentebewegingen, het aanpassen van de rentevoorzieningen voor hun klanten en het versterken van reserves. Allemaal veel gemakkelijker gezegd dan gedaan. Verzekeraars moeten dus niet alleen beoordelen wat de impact is van de lage rente maar ook wanneer en hoe ze aan klanten communiceren dat vroegere rendementen niet meer haalbaar zijn. Uiteraard moeten we ons hoeden voor veralgemeningen aangezien bijvoorbeeld de looptijd van activa versus passiva al enorm kan verschillen van verzekeraar tot verzekeraar.

Fundamenteel kunnen eventuele tekorten in de dekkingsgraad opgevangen worden door een verbetering van het rendement van de beleggingen of door een verhoging van de bijdragen voor pensioenen. De verhoging van de bijdragen ligt uiteraard economisch niet evident gezien de impact ervan op bedrijven en gezinnen. De eerste maatregel is delicaat en net daarbij is overleg met de toezichthouder nodig om de risicoweging correct te bepalen. In elk geval is het erg relevant om rekening te houden met het besef dat pensioenen lange termijnverplichtingen zijn en dus het juiste evenwicht vinden tussen veiligheidsbuffers en het vermijden van het te kortzichtig omgaan met korte termijnvolatiliteit.

In lijn met de aanbevelingen in het boek "De Pensioenerfenis" van Itinera<sup>2</sup>, dient sterk ingezet te worden in pensioenvoordelen als uitgesteld loon in plaats van onmiddellijk consumeerbaar inkomen. Belangrijk daarbij is niet alleen te letten op de dimensie participatie aan aanvullend pensioensparen maar iedereen ook voldoende te sensibiliseren over de noodzakelijke omvang van de spaarinspanning. Finaal is de arbitrage tussen huidig loon en uitgesteld loon in de vorm van een aanvullend pensioen immers een zaak tussen werknemers en werkgevers. Verzekeraars of pensioenfondsen zijn daarbij enkel uitvoerders.

2. [http://www.itinerainstitute.org/nl/presruimte/\\_press/the-pension-book/](http://www.itinerainstitute.org/nl/presruimte/_press/the-pension-book/)

Voor duurzame economische groei en sociale bescherming.