

Aardgasfonds voor toekomstige generaties

De opheffing van het FES en het AOW-spaarfonds vormt een goede aanleiding voor de oprichting van een aardgasfonds. Om voor toekomstige generaties een welvaartsdividend mogelijk te maken is het niet voldoende de resterende aardgasbaten uitsluitend in staatsobligaties te beleggen.

Nederland beschikt over een groot aardgasveld in het Groningse Slochteren. De afgelopen 45 jaar leverden de aardgasbaten een aanzienlijke bijdrage aan de overheidsinkomsten. De komende decennia zullen de gasbaten echter teruglopen en in 2050 is alles waarschijnlijk op. De generaties daarna zullen dan niet meer mee kunnen delen in onze grootste bodemschat. Van verschillende kanten is daarom gepleit om het resterende aardgasvermogen in stand te houden voor toekomstige generaties (Boonstra, 2008; Wierdsma en Scholten, 2008).

Vanaf 1994 is jaarlijks een deel van de aardgasbaten in het Fonds Economische Structuurversterking (FES) gestort, maar in het regeerakkoord is afgesproken om het FES op te heffen. Het nieuwe kabinet wil het geld gebruiken om het begrotingstekort te verlagen en de staatsschuld terug te dringen. Het kabinet heeft ook de aanbeveling van de dertiende Studiegroep Begrotingsruimte opgevolgd om het AOW-spaarfonds te beëindigen. De studiegroep constateert dat het AOW-spaarfonds slechts een vordering is van het ene op het andere hoofdstuk van de rijksbegroting en daardoor niet bijdraagt aan de transparantie van de overheidsfinanciën (Studiegroep Begrotingsruimte, 2010).

Toekomstige generaties zullen er nauwelijks baat bij hebben als het resterende aardgasvermogen in stand wordt gehouden door aflossing van de staatsschuld of, wat op hetzelfde neerkomt, door een fonds dat alleen in staatsobligaties belegt. De overheid zou daarom een aardgasfonds moeten oprichten dat ook in aandelen belegt, zoals de *sovereign wealth funds* in Noorwegen en de oliestaten in het Midden-Oosten (kader 1). Het aardgasfonds zou met de overheveling van het vermogen in het AOW-spaarfonds over een aanzienlijk startkapitaal kunnen beschikken. Zo zal de overheid haar toezegging aan de volgende generaties alsnog kunnen nakomen en ook een deel van de in het verleden geconsumeerde aardgasbaten in stand kunnen houden.

BARTHOLD KUIPERS
Senior beleidsmedewerker
bij APG Algemene Pensioen
Groep

Potverteren van aardgas

In de periode 1965–2010 stroomde 85 procent van het bbp aan aardgasbaten de schatkist in, of ruim

vijfhonderd miljard euro in termen van het huidige nationaal inkomen. Dit vermogen is voor het grootste gedeelte geconsumeerd en slechts beperkt doorgegeven aan toekomstige generaties. Uit schattingen van DNB blijkt dat een toename van de aardgasbaten voor tachtig procent resulteerde in hogere uitgaven of lagere belastingen (Wierdsma en Scholten, 2008).

In 1994 is het FES opgericht om een deel van de aardgasbaten in te zetten voor eenmalige investeringsprojecten van nationaal belang en zo ondergronds vermogen om te zetten in bovengronds vermogen. Het oormerken van aardgasbaten kan zinvol zijn als in de beleidsvorming investeringen met een langetermijnrendement worden verdrongen door

Kader 1

Sovereign wealth funds

De drie grootste sovereign wealth funds zijn de met oliedollars gevoede *Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)*, het *Government Pension Fund Global* in Noorwegen en de *Saudi Arabian Monetary Agency Foreign Holdings (SAMA)*. ADIA doet geen mededelingen over de omvang van het vermogen, maar kenners gaan uit van zo'n 450 miljard euro. De portefeuille bestaat uit circa 55 procent aandelen, 25 procent obligaties en twintig procent alternatieve beleggingen. De overheid kan te allen tijde geld aan het fonds onttrekken, maar volgens het jaarverslag gebeurt dat niet vaak. SAMA, de centrale bank van Saoedi-Arabië, belegt zo'n 325 miljard euro aan oliegelden in de vorm van buitenlandse reserves. De portefeuille is tamelijk conservatief met naar verluidt 25 procent zakelijke en 75 procent vastrentende waarden (McKinsey, 2007). De Noorse overheid richtte in 1990 het *Government Petroleum Fund* op en in 2006 is de naam veranderd in *Government Pension Fund Global*. Vanaf 1996 is circa zestig procent van de olie-inkomsten in dit fonds gestort (NBIM, 2010). Het vermogen bedraagt momenteel bijna vierhonderd miljard euro, waarvan zestig procent belegt is in aandelen en veertig procent in obligaties. Het Noorse Ministerie van Financiën heeft de leiding over het fonds, maar het vermogensbeheer is gedelegeerd aan de centrale bank. De overheid heeft besloten op termijn alleen het verwachte reële rendement op het vermogen, geschat op vier procent, te consumeren.

bestedingen met een kortetermijnopbrengst. Het FES is echter minder geschikt om de waarde van het aardgasvermogen in stand te houden. De levensduur van een publieke investering kan best enkele decennia beslaan, maar is desalniettemin eindig. Het rendement op de investeringen vloeit niet terug naar het FES, zodat vervangingsinvesteringen of andere investeringen het aardgasvermogen niet op peil kunnen houden. De baten van publieke investeringen in infrastructuur en kennis zullen via hogere productiviteit en lonen vooral neerslaan in de private sector. De overheid profiteert nauwelijks omdat niet alleen de belastinginkomsten stijgen maar ook de overheidsuitgaven, die doorgaans gekoppeld zijn aan de lonen. Het stopzetten van het FES is uit het oogpunt van vermogensbehoud van de aardgasbaten dus toe te juichen. Vermogensbehoud betekent dat de overheid alleen het reële rendement op het aardgasvermogen kan aanspreken, indien gewenst voor investeringen in infrastructuur, kennis en innovatie.

Beleggingsbeleid aardgasfonds

De bepaling van een strategische beleggingsportefeuille is bovenal een afweging tussen rendement en risico. Een risicovoller beleggingsbeleid van het aardgasfonds leidt tot een hoger verwacht rendement en lagere verwachte belastingen of hogere verwachte overheidsuitgaven. Maar tegelijkertijd neemt de onzekerheid rondom toekomstige belastingen en uitgaven toe. De optimale portefeuilleverdeling hangt vooral af van de risicotolerantie van de Nederlander en is daardoor lastig te bepalen.

Een welvaartsvast aardgasfonds dat alleen in staatsobligaties belegt, zal nauwelijks dividend kunnen uitkeren, ook al gaat de lange rente weer stijgen. Indien wordt uitgegaan van de aannames uit de vergrijzingsstudie van het CPB (Van der Horst *et al.*, 2010) dan is een welvaartsvast aardgasfonds helemaal niet mogelijk. Het CPB verwacht namelijk dat de lange rente de komende decennia 3,5 procent zal bedragen, wat lager is dan de voorziene loongroei van 3,7 procent per jaar. De negatieve reële rente betekent dat een portefeuille met overheidsobligaties op lange termijn zijn waarde verliest als percentage van het inkomen. Het is dus noodzakelijk risico te nemen om te voorkomen dat toekomstige gene-

raties steeds minder profijt hebben van het aardgasfonds en om dividendbetalingen mogelijk te maken. Een gemengde beleggingsportefeuille van vijftig procent obligaties en vijftig procent aandelen heeft een verwacht rendement van vijf procent bij een risicopremie van drie procent (Van der Horst *et al.*, 2010). Dit is voldoende om het reservefonds te laten meegroeien met de lonen en jaarlijks een dividend uit te keren van 1,3 procent van het vermogen. Het is niet onredelijk om het aardgasfonds voor een deel in aandelen te laten beleggen. Ten eerste zijn de aardgasreserves ook geen risicovrij vermogen, gelet op de hoge volatiliteit van de olieprijs. Er is geen aanleiding om bij de omzetting van ondergronds naar bovengronds vermogen het risicoprofiel drastisch terug te brengen. Ten tweede moet een welvaartsvast aardgasfonds meegroeien met de lonen. Aandelen bieden een betere bescherming tegen productiviteits- en prijsschokken dan nominale obligaties omdat ze een aanspraak maken op reële productiemiddelen.

Stortingen en dividenden aardgasfonds

Het aardgasfonds zou in een minimale variant de waarde van de overgebleven aardgasreserves in stand kunnen houden. De contante waarde van de toekomstige aardgasbaten bedraagt volgens het CPB zestien procent van het bbp in 2015, of ruim 110 miljard euro (Van der Horst *et al.*, 2010). Het jaarlijkse dividend is bij een loonstijging van 3,7 procent dan gelijk aan 1,3 procent van het vermogen, ongeveer 1,5 miljard euro (figuur 1).

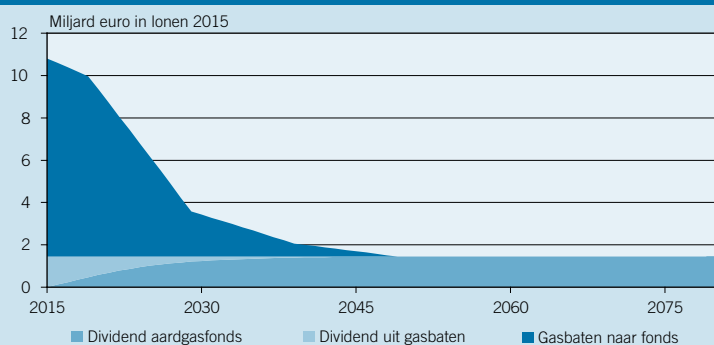
Het aardgasfonds zal de komende decennia langzaam groeien door de inkomende aardgasbaten aan het vermogen toe te voegen. De eerste jaren kan het fonds dus nog weinig uitkeren en zal het merendeel van het dividend rechtstreeks afkomstig zijn uit de gasbaten als impliciet reëel rendement op het aardgasvermogen. Het aardgasfonds heeft in 2050 zijn volle omvang bereikt en kan dan de volledige dividendbetaling van 1,5 miljard euro voor zijn rekening nemen.

De overheid kan een stap verder gaan door het vermogen van het opgeheven AOW-spaarfonds in het aardgasfonds te storten. Het AOW-spaarfonds is nooit meer dan een boekhoudkundige constructie geweest en het is dus logisch om het te beëindigen. Het zou echter de geloofwaardigheid van de overheid ten goede komen indien zij haar kapitaaltoezegging aan de volgende generaties na zou komen. Bovendien zouden toekomstige generaties zo met terugwerkende kracht nog aanspraak kunnen maken op een deel van de in het verleden geconsumeerde aardgasbaten.

De omvang van het AOW-spaarfonds zou bij ongewijzigd beleid zijn toegenomen tot 75 miljard euro in 2015 (Tweede Kamer, 2010), of elf procent van het bbp. Met dit bedrag als startkapitaal stijgt de structurele omvang van het aardgasfonds tot 185 miljard euro. Het welvaartsvaste dividend bedraagt dan ongeveer 2,5 miljard euro per jaar (figuur 2).

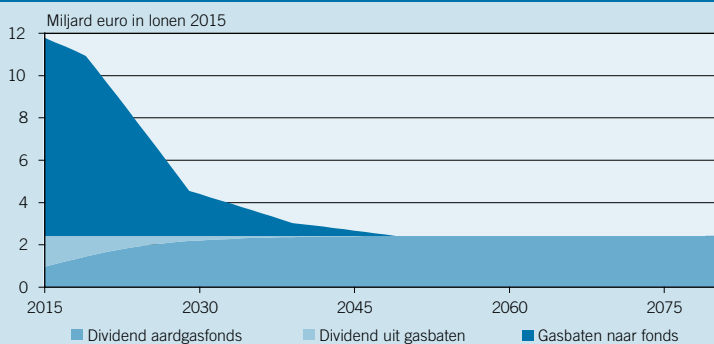
Figuur 1

Aardgasbaten en dividend aardgasfonds, 2015–2080 (in euro).



Figuur 2

Aardgasbaten en dividend aardgasfonds met startkapitaal, 2015–2080 (in euro).



Beter beeld overheidsfinanciën

Een belangrijke oorzaak voor het consumeren van het aardgas is dat nationale statistieken de aardgasbaten als overheidsinkomsten zien. De overheid leeft hierdoor in de veronderstelling dat voldoende geld binnenkomt, terwijl zij in werkelijkheid het tafelzilver verkoopt. De oprichting van het aardgasfonds zal daar niet direct verandering in brengen. Het CBS zal de jaarlijkse stortingen door de overheid boeken als de verkrijging van eigendomsrechten in het aardgasfonds, of financiële transactie, en niet als een uitgave die relevant is voor het EMU-saldo. Het EMU-saldo zal wel indirect de gevolgen onderkennen van het aardgasfonds. De stortingen in het fonds leiden tot een stijging van de staatsschuld oplopend tot dertien procent van het bbp in de minimale variant (figuur 3) en 21 procent van het bbp in de variant waarin het aardgasfonds een startkapitaal meekrijgt (figuur 4). De rente op de staatsschuld van 3,5 procent is hoger dan het dividendrendement van 1,3 procent, zodat het EMU-saldo initieel licht verslechtert tot respectievelijk $-0,2$ procent en $-0,4$ procent van het bbp rond 2030. De waarde van het aardgasfonds zal sterker toenemen dan de overheidsschuld doordat het risicovolle rendement hoger is dan de rente. Het aardgasfonds wordt welvaartsvast gehouden en de staatsschuld zal door de dividendbetalingen snel teruglopen als percentage van het inkomen. Daardoor zullen de dividenduitkeringen op een gegeven moment de rentebetalingen overstijgen, zodat het begrotingstekort omslaat in een overschot.

De overheid krijgt de eerstkomende decennia een realistischer beeld van de overheidsfinanciën door de verslechtering van het EMU-saldo en de staats-

schuld. Het zal de overheid aanmoedigen minder van de aardgasbaten te consumeren, zodat toekomstige generaties meer ruimte hebben om hun deel te besteden. Deze prikkel kan nog worden vergroot door pas met dividenduitkeringen te beginnen na het wegvallen van de aardgasbaten.

Onafhankelijke positie aardgasfonds

Een succesvol functioneren van het aardgasfonds vereist een onafhankelijke positie van de overheid. De ervaring leert dat overheden, vooral in economisch mindere tijden, geneigd zijn langetermijngelden in te zetten voor kortetermijndoelinden. In de nasleep van de financiële crisis moest het Franse reservefonds voor de publieke pensioenen, *le Fonds de Réserve pour les Retraites*, bijvoorbeeld versneld dividend uitbetalen aan de staat en het Ierse *National Pensions Reserve Fund* moest bijspringen om de overheidsschuld te verlagen en failliete banken te redden. De overheid zou het aardgasfonds dus moeten vormgeven als onafhankelijke instelling met een onafhankelijk bestuur. Het bestuur zou een heldere opdracht moeten krijgen om een zo hoog mogelijk rendement te behalen, gegeven een risicobudget, ten einde het fonds op lange termijn mee te laten groeien met de lonen en een jaarlijks dividend mogelijk te maken. Dit betekent vooral dat het aardgasfonds een portefeuille moet aanhouden met een goede internationale spreiding van vermogenstitels. De onafhankelijke positie en duidelijke rendementsdoelstelling moeten voorkomen dat het fonds gaat investeren in politiekemotiveerde binnenlandse projecten. Maar het kan ook het buitenland geruuststellen dat aan de beleggingen in hun bedrijven uitsluitend rendementsoverwegingen ten grondslag liggen en geen strategische motieven.

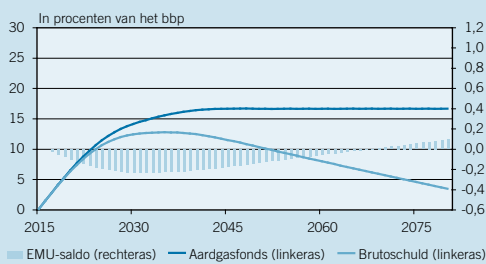
Het aardgasfonds hoeft het vermogensbeheer niet zelf uit te voeren, maar kan dit uitbesteden aan private partijen. Dit verkleint de opstartkosten en kan volgens de OESO de onafhankelijkheid van het beleggingsbeleid verder onderstrepen (Yermo, 2008). De OESO ziet het verder als een tekortkoming dat veel overheidsfondsen niet onder toezicht staan zoals andere financiële instellingen. In lijn daarmee zou De Nederlandsche Bank kunnen optreden als toezichthouder van het nieuwe aardgasfonds.

Conclusie

De komende decennia zullen de Nederlandse aardgasreserves snel teruglopen om in 2050 helemaal ten einde te komen. De overheid moet nu een begin maken met de oprichting van een aardgasfonds om nog een deel van de aardgasreserves te kunnen behouden voor de volgende generaties. De opheffing van het FES en het AOW-spaarfonds biedt de kans om de aardgasbaten voortaan in het aardgasfonds te storten en het bovendien nog een aanzienlijk startkapitaal mee te geven. Het aardgasfonds moet los komen te staan van de overheid en zal risico moeten nemen om een substantieel welvaartsvast dividend te kunnen betalen.

Figuur 3

Effect aardgasfonds op overheidsfinanciën, 2015–2080.



Figuur 4

Effect aardgasfonds met startkapitaal op overheidsfinanciën, 2015–2080.

