



Geïndexeerde obligaties bieden meer zekerheid

Auteur(s):

Jong, F. de

De auteur is hoogleraar financiering en verzekeringen aan de Universiteit van Amsterdam. Deze bijdrage is deels gebaseerd op zijn oratie die op 19 december 2002 is uitgesproken onder de titel 'Is mijn pensioen nog wel veilig: over sparen en beleggen voor later' (Amsterdam University Press, 2003). fdejong@fee.uva.nl

Verschenen in:

ESB, 88e jaargang, nr. 4395, pagina 80, 21 februari 2003

Rubriek:**Trefwoord(en):**

In bijdragen aan de serie Pensioenen op het spel in esb pleiten Boot en Van Ewijk ervoor dat de tweede pijler van de collectieve pensioenregeling soberder wordt dan de huidige regeling, maar dan wel meer zekerheid moet bieden¹. Meer zekerheid in de pensioenuitkering kan alleen geboden worden door een hiervoor geschikt beleggingsbeleid. De huidige portefeuillesamenstelling van de Nederlandse pensioenfondsen - met ongeveer veertig procent aandelen - brengt echter vrij grote beleggingsrisico's met zich mee.

Als een pensioenregeling echt zekerheid wil bieden zal het fonds moeten beleggen met instrumenten die aansluiten bij de verplichtingen. Een langlopende, geïndexeerde obligatie is daarvoor het ideale instrument. Deze biedt een gegarandeerde en waarde vaste uitbetaling gedurende de looptijd. Deze zekerheid heeft wel een prijs, namelijk het lage reële rendement. Afgaand op de huidige termijnstructuur en inflatie ligt dat rendement ergens tussen de twee en de drie procent. Ter vergelijking: gemeten over een lange historie is het reële rendement op aandelen ongeveer acht procent, maar daar staat een flink koersrisico tegenover. Een pensioenregeling met meer zekerheid zal daarom duurder zijn, met hogere premies. Dat lijkt mij een goede reden om die tweede pijler vrij klein te houden. In aanvullende pensioenen kunnen individuele werknemers kiezen hoeveel zij in riskante aandelen en dergelijke willen beleggen.

Een belangrijk praktisch probleem met het garanderen van waarde vaste pensioenen is het geringe aanbod van geïndexeerde obligaties. In Nederland bijvoorbeeld zijn er helemaal geen geïndexeerde staatsleningen. In de Eurozone heeft alleen de Franse staat recent een geïndexeerde obligatie op de markt gebracht. Die uitgave was zeer succesvol doordat met name pensioenfondsen massaal op de lening intekenden. De reden dat de markt voor geïndexeerde obligaties zo slecht ontwikkeld is, is de weerstand van de staat tegen de uitgifte van geïndexeerde obligaties. De bestaande uitgiften zijn veel te klein om de behoefte van pensioenfondsen te dekken.

Er zijn volgens mij twee belangrijke redenen voor de staat om wel geïndexeerde obligaties uit te geven. De eerste reden is dat de staat de pensioenfondsen mogelijkheid moet bieden om het gewenste voorzichtige beleggingsbeleid te voeren². De tweede reden is dat de staat op termijn met geïndexeerde leningen goedkoper uit is, omdat zij op een geïndexeerde obligatie geen inflatierisicopremie hoeft te betalen aan de beleggers. Daar staat tegenover dat de staat het inflatierisico overneemt. Dat is echter vrij natuurlijk, want de staat is in een betere positie dan andere marktpartijen om dat risico te beheersen. De ontvangsten van de staat zijn grotendeels belastingen, en die gaan op termijn gelijk op met inflatie. De staat heeft dus een aanzienlijke natuurlijke hedge tegen inflatierisico. Het resterende risico kan door middel van fiscaal beleid over de tijd gladgestreken worden.

Mede door het geringe aanbod bevatten de beleggingsportefeuilles van de Nederlandse pensioenfondsen vrijwel geen geïndexeerde obligaties. Als alternatief kan een pensioenfonds proberen geïndexeerde obligatie na te bootsen door middel van bestaande marktinstrumenten, waarvan de waarde sterk correleert met inflatie. Als voorbeeld noem ik vastgoed, waarvoor Theebe onlangs heeft aangetoond dat rendementen op de lange termijn vrijwel één-op-één meegaan met inflatie³. Maar voor vastgoed en andere beleggingen geldt, net als met aandelen, dat zij een substantieel specifiek koersrisico met zich meebrengen. Een portefeuille met dit soort beleggingen kan daardoor niet zonder risico zijn. Beter bruikbaar zijn afgeleide instrumenten of contracten zoals een inflatieswap, waarbij een pensioenfonds van de tegenpartij een uitkering ontvangt bij hoge inflatie. Daarentegen betaalt het pensioenfonds bij een lage inflatie een bedrag aan de tegenpartij. Een mogelijke tegenpartij is een woningbouwvereniging, die inkomsten uit de verhuur van woningen heeft. Omdat de huurinkomsten hoog zijn bij een hoge inflatie, heeft een woningverhuurder precies het tegenovergestelde inflatierisicoprofiel als een pensioenfonds. De markt voor dit soort derivaten is echter nog beperkt en ondoorzichtig, met relatief hoge transactiekosten.

Als we in ons pensioenstelsel de 'defined-benefit'zekerheden willen behouden, zal het beleggingsbeleid van pensioenfondsen gericht moeten zijn op het verzekeren van de aangegane verplichtingen. Dit kan alleen als de overheid de pensioenfondsen de mogelijkheid biedt om de lange termijn risico's af te dekken. Een belangrijk instrument daarin is de uitgifte van geïndexeerde obligaties, want zonder geïndexeerde obligaties kan het beleggingsbeleid van een pensioenfonds nooit de gewenste zekerheden geven.

1 A.W.A. Boot, Naar een houdbaar pensioenstelsel, ESB, 7 februari 2003, en C. van Ewijk, Nieuw pensioenakkoord nodig, ESB, 24 februari 2003.

2 Zie C. van Ewijk, op. cit., blz. 79.

3 M. Theebe, Housing market Risks, Tinbergen Institute Research Series 283, Amsterdam, 2002.

Copyright © 2003 Economisch Statistische Berichten (www.economie.nl)