

Mening: Indexleningen in crisistijd

Pensioenfondsen pleiten al jaren voor de uitgifte van indexleningen door de Nederlandse staat, die dit tot nu toe heeft geweigerd. Door de eurocrisis is de behoefte aan indexleningen echter groter dan ooit. Indexleningen zijn obligaties waarvan de rente en de hoofdsom worden aangepast aan de inflatie. Omdat ze het inflatierisico afdekken vormen ze een interessant beleggingsinstrument voor pensioenfondsen, die ernaar streven om waarde vaste uitkeringen aan te bieden. In 1998 introduceerde Frankrijk indexleningen op het Europese continent. Sindsdien volgden emissies door Griekenland, Italië en Duitsland. De totale markt voor indexleningen in de eurozone is sinds de introductie van de euro sterk gegroeid en heeft nu een omvang van rond de 300 miljard euro. De Nederlandse pensioenfondsen hebben voor circa veertig miljard euro aan indexleningen in hun beleggingsportefeuilles.

Vrijwel alle indexleningen in de eurozone zijn gekoppeld aan het geharmoniseerde prijsindexcijfer voor de eurozone (Europese HICP). De leningen hebben een groot marktbe- reik hebben en de verhandelbaarheid is goed, maar er bestaan aanzienlijke inflatieverschillen tussen eurolanden. Een Europese HICP-indexlening kan dan geen perfecte inflatiebe- scherming bieden aan beleggers in verschillende landen. Voor onze pensioenfondsen zouden indexleningen gekoppeld aan de Nederlandse prijsindex dan ook uitkomst kunnen bieden. In 2008 waren er geen aanwijzingen dat de uitgifte van index- leningen bijdroeg tot lagere leenkosten voor de staat en tot een stabiel begrotingssaldo, waardoor de overheid bleef weigeren om indexleningen uit te geven. De eurocrisis zou echter aanleiding moeten zijn om dit standpunt te herover- wegen.

Sinds de crisis is het kredietrisico van de eurolanden als- nog ingeprijsd en zijn de renteversillen tussen deze landen fors opgelopen. Ook heeft de eurocrisis de kans verhoogd op extreme macro-economische scenario's, zoals het uiteenval- len van de eurozone of het weginfleren van overheidsschul- den door middel van geldcreatie en hoge inflatie. Maar zelfs een minder extreem scenario kan inflatierisico opleveren. De Bundesbank heeft onlangs aangegeven een hogere inflatie in Duitsland te accepteren als onderdeel van een macro-econo- misch aanpassingsproces binnen de eurozone. Zuid-Europa kan dan proberen zijn concurrentiepositie te verbeteren met een lagere dan gemiddelde inflatie. Ook in dit relatief gun- stige scenario waarbij de Noord-Europese inflatie zal uitstij- gen boven het eurozone-gemiddelde, is er dus behoefte aan inflatiebescherming in Nederland.

Deze veranderingen in de macro-economische omge- ving stellen beleggers in vastrentende waarden voor een moei- lijke keuze. Spaanse of Italiaanse staatsobligaties leveren nu een aantrekkelijk rendement op, maar stellen beleggers bloot

IVO ARNOLD

*Hoogleraar aan de Erasmus
Universiteit Rotterdam*

aan kredietrisico en marktvolatiliteit als gevolg van het voortduren van de eurocrisis. Veilige havens in de vorm van Nederlandse of Duitse staatsobli- gaties leveren echter een nominaal rendement op dat nauwelijks hoger

ligt dan de inflatie. Hoe groter de renteversillen binnen de eurozone, hoe moeilijker dit dilemma wordt en hoe meer beleggers op zoek zullen gaan naar een hoger rendement, in- clusief bijbehorende risico's. Er is dus momenteel in het euro- gebied geen belegging voorhanden die vrij is van kredietrisico of opbrekrisico en tevens een adequate inflatiebescherming biedt. De uitgifte van indexleningen door de Nederlandse staat zou in deze behoefte voorzien. Aangezien het een bin- nenlandse schuld betreft, is het opbrekrisico nihil. De kre- dietwaardigheid van Nederland is ook hoger dan die van Frankrijk. Bovendien betreft het een interne schuld van de Nederlandse belastingbetaler aan de Nederlandse pensioen- gerechtigde. Met gewone staatsobligaties kan de Nederlandse overheid nu lenen tegen een reële rente van rond de nul pro- cent, wat het argument voor de uitgifte van indexleningen zwak maakt. Indexleningen moeten vooral worden gezien als een nuttig risicobeheersingsinstrument, waarmee de staat zijn afhankelijkheid van buitenlands kapitaal kan terugdringen.

In de jaren voorafgaand aan de kredietcrisis is de financi- ele integratie binnen de eurozone sterk toegenomen. Een aan- tal eurolanden zijn steeds afhankelijker geworden van buiten- lands kapitaal en zijn daarmee kwetsbaarder geworden voor een plotseling vertrouwensverlies in de financiële markten. Een overheid kan de kwetsbaarheid voor het sentiment in de internationale financiële markten verminderen door actief de binnenlandse spaarder te mobiliseren. Gegeven de dominan- tie van pensioenbesparingen lijkt in Nederland de uitgifte van indexleningen de aangewezen manier om de dit te bereiken. Eerder onderzoek toont aan dat circa twintig procent van de Nederlandse staatsschuld op deze wijze zou kunnen worden gefinancierd. De veertig miljard euro aan buitenlandse index- leningen waarin pensioenfondsen nu beleggen, lijkt in ieder geval een ondergrens voor de mogelijke interesse. Een grote binnenlandse vraag naar Nederlandse indexleningen neemt elke internationale twijfel over de financierbaarheid van de Nederlandse schuld weg. Het is daarnaast ook in het Neder- landse belang dat onze financiële sector zich kan beschermen tegen extreme eurosenario's.

De eurocrisis maakt voor pensioenfondsen de zoektocht naar inflatiebescherming over de grens riskanter en bena- drukt voor overheden het belang van het goed bedienen van de binnenlandse spaarder. De Nederlandse staat zou zowel pensioenfondsen als zichzelf een dienst bewijzen door nu in- dexleningen uit te geven.