

Vergaderjaar 2011–2012

**33 000**

## **Nota over de toestand van 's Rijks financiën**

**Y**

### **BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN**

Aan de Voorzitter van de Eerste Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 28 juni 2012

Op 22 november 2011 heb ik tijdens de Algemene Financiële Beschouwingen in uw Kamer toegezegd dat het Agentschap met vertegenwoordigers van pensioenfondsen zou spreken over de mogelijkheid van de uitgifte van inflatiegeïndexeerde obligaties door de Nederlandse staat. Het verzoek om in overleg te treden met pensioenfondsen kwam van senator De Grave. Hij vroeg zich af of pensioenfondsen inmiddels bereid zouden zijn een adequate inflatierisicopremie te vergoeden aan de Staat indien de Staat zou besluiten om indexleningen uit te geven.

Het overleg met pensioenfondsen heeft op 23 maart 2012 plaatsgevonden. De agenda voor het overleg is van tevoren afgestemd met de deelnemers. Op hun verzoek hebben ook vertegenwoordigers van de verzekeringssector deelgenomen aan het overleg. Conform mijn toezegging informeer ik u met deze brief op hoofdlijnen over het resultaat van het overleg en de vervolgspraken die zijn gemaakt. Een afschrift van deze brief doe ik toekomen aan de voorzitter van de Tweede Kamer.

Tijdens het overleg is met de pensioenfondsen en verzekeraars afgesproken dat het Agentschap zal analyseren of de uitgifte van indexleningen in langere looptijden (bijvoorbeeld 30 jaar) voor beide partijen (Staat en beleggers) voordelig kan zijn, en beter kan uitpakken dan voor bijvoorbeeld een looptijd van 10 jaar. Gelet op de recente renteontwikkelingen – met historisch zeer lage nominale en negatieve reële rentes – wil ik voorstellen te wachten met de toegezegde analyse totdat rentes in het 30-jaars segment zodanig zijn dat een analyse zinvol is. Zowel pensioenfondsen en verzekeraars als het Agentschap delen de mening dat in de huidige marktomstandigheden een analyse weinig toegevoegde waarde heeft. Pensioenfondsen en verzekeraars zullen bij deze rekenexercitie worden betrokken.

De bijeenkomst is door het Agentschap afgetrapt met een toelichting op het financieringsplan van de staatsschuld voor 2012 en op het raamwerk voor renterisico dat de Nederlandse Staat hanteert voor de financiering

van de staatsschuld (de 7-jaars benchmark). Bij het risicoraamwerk is stilgestaan bij de overwegingen om met ingang van 2012 onder voorwaarden afwijkingen van het risicoprofiel van de benchmark mogelijk te maken. De belangrijkste overweging is dat gegeven de huidige, in historisch perspectief, lage renteniveaus het prudent kan zijn om de rentelasten voor een langere periode vast te leggen. Dit bevordert niet alleen de begrotingsstabiliteit, er bestaat tevens een kans om op lange termijn (gedurende de looptijd van een lening) op de rentelasten te besparen (of dat daadwerkelijk gebeurt kan pas achteraf beoordeeld worden).

De discussie over het financieringsbeleid en het risicokader mondde uit in de vraag op welke manier indexleningen hierop aansluiten. De uitgifte van een indexlening moet worden beoordeeld aan de hand van de doelstelling van schuldfinanciering zoals opgenomen in begrotingshoofdstuk IXA Nationale Schuld, te weten het minimaliseren van de kosten bij een acceptabel risico voor de begroting. Uitgifte van een indexlening is in beginsel alleen opportuun indien sprake is van een efficiënte afwijking van de benchmark. Hiervan zou sprake zijn als een indexlening bij een gelijk risico de kosten verlaagt (of bij gelijke kosten het risico verlaagt). Voor een 10-jaarslening is hiervan geen sprake, zoals ook de studies uit 2005 (gezamenlijk door Financiën, DNB en CPB) en 2008 (door het Agentschap) lieten zien.

Inschattingen voor de verwachte inflatie zijn in de loop van de tijd relatief stabiel gebleven op het niveau dat overeenkomt met de definitie van prijsstabiliteit van de ECB («dicht bij maar onder 2%»). Voor de inflatierisicopremie lopen schattingen meer uiteen, hoewel pensioenfondsen zich konden verenigen met een premie van 0,2% voor een 10-jaars periode. Dit is overigens lager dan de aannames in de studies uit 2005 en 2008. Op basis van de rente op 23 maart 2012 van 2,44% op de meest recente 10-jaars lening (die op 15 juli 2022 aflost), een verwachte inflatie van ca. 2% en een inflatierisicopremie van ca. 0,2%, bedraagt de reële rentevergoeding 0,3–0,4%. Inmiddels is de 10-jaars rente onder invloed van de crisis in het eurogebied zodanig gedaald – tot ca. 1,6% begin juni – dat op basis van deze berekening de reële rentevergoeding negatief zou zijn (ca. –0,5%).

Wanneer – voortredenerend op de marktsituatie van 23 maart zoals hierboven beschreven – een 10-jaars indexlening een (reëel) rendement zou geven van 0,3–0,4%, dan zou deze (verwachte) kosten hebben die vergelijkbaar zijn met die van een nominale lening. Tegelijkertijd brengt een indexlening echter een relatief groter risico met mee voor de begroting, te weten het risico dat de feitelijke inflatie hoger uitvalt dan wordt verwacht op moment van uitgifte. Deze combinatie – dezelfde (verwachte) kosten als een nominale lening en een hoger risico – maakt de uitgifte van een indexlening niet efficiënt vanuit het kosten/risico-oogpunt van de Staat. Een nominale lening is dan optimaal.

Op basis van de verkenning werd door de deelnemers aan het overleg de conclusie getrokken dat de Staat vanuit een kosten/risicoperspectief een reëel rendement op indexleningen zou moeten verlangen dat lager ligt dan 0,3–0,4% (niveaus van 23 maart), terwijl pensioenfondsen vanwege de geringere liquiditeit juist een premie bovenop het reële rendement van 0,3–0,4% zouden moeten verlangen. Omdat voor de meeste landen die indexleningen uitgeven de uitstaande bedragen ervan gemiddeld genomen lager zijn dan van nominale leningen en tevens de verhandelde volumes minder groot zijn, kennen indexleningen in het algemeen een liquiditeitspremie ten opzichte van nominale leningen.

De pensioensector benadrukte dat voor langere tijden (30 jaar) de business case voor indexleningen wel degelijk gunstig kan uitvallen. De inflatierisicopremie die bespaard zou kunnen worden door de uitgifte van een indexlening zou voor een dergelijke relatief lange looptijd hoger kunnen liggen. Afgesproken is dat het Agentschap zal bezien of de conclusies voor langere looptijden anders uitvallen dan voor het 10-jaars segment. Wel geldt dat ook de 30-jaars rente sinds 23 maart 2012 sterk is gedaald. Ook voor indexleningen met een looptijd van 30 jaar zou de reële rente derhalve op dit moment negatief zijn of dicht bij nul liggen. Ik wil derhalve voorstellen te wachten met de toegezegde analyse totdat rentes in het 30-jaars segment zodanig zijn dat een analyse zinvol is. Dit laat onverlet dat de pensioenfondsen (en verzekeraars) zullen worden betrokken bij deze rekenexercitie.

In de toekomst is een aantal ontwikkelingen denkbaar die er aan kunnen bijdragen dat het verschil tussen het rendement op een nominale lening en een indexlening zodanig oploopt dat de uitgifte van een indexlening minimaal even aantrekkelijk wordt als de uitgifte van een nominale lening. Pensioenfondsen hebben er tijdens het overleg op gewezen dat de nieuwe pensioencontracten waarover op dit moment overleg gevoerd wordt, mogelijk een verschuiving te zien zullen geven van nominale naar reële ambities. Een sterkere focus op reële ambities zou potentieel de vraag naar indexleningen kunnen vergroten en de vraag naar nominale leningen kunnen verminderen. Daarentegen zou het voorwaardelijke karakter van de reële ambitie de vraag naar indexleningen mogelijk kunnen temperen. Indien verschuivingen in de behoeften van pensioenfondsen als gevolg van een overgang op nieuwe pensioencontracten zichtbaar worden in de prijzen van nominale en indexleningen, kan de business case voor de uitgifte van linkers veranderen.

In dat geval zal de keuze van de indexatie een belangrijk aandachtspunt zijn. De omvang van de liquiditeitspremie hangt namelijk af van de exacte keuze van indexatie. Indien geïndexeerd zou worden aan de hand van een Nederlandse prijsindex zou dat op zichzelf de beste hedge betekenen voor pensioenfondsen en hun Nederlandse deelnemers en pensioengerechtigden. Tegelijkertijd zou een dergelijke aan de Nederlandse index gekoppelde lening minder liquide zijn dan een op de Europese prijsindex gebaseerde lening. Een dergelijke indexlening zou tevens op relatief minder belangstelling kunnen rekenen van buitenlandse marktpartijen. In andere woorden: indexatie op basis van een Nederlandse prijsindex verhoogt de inflatierisicopremie voor nominale leningen, maar verhoogt ook de liquiditeitspremie voor indexleningen. Voor een koppeling aan een Europese prijsindex zouden beide premies juist lager uitvallen.

Tot slot is tijdens het overleg kort stil gestaan bij de omvang van een eventuele indexlening. Pensioenfondsen hebben benadrukt dat een eenmalige uitgifte of uitgiftes voor relatief kleine bedragen voor hen niet interessant zou zijn. De Staat zou indexleningen niet opportunistisch moeten uitgeven – dat wil zeggen uitgeven als een kans zich aanbiedt, zoals bij de USD-lening – maar een commitment moeten afgeven om gedurende een aantal jaren steeds een minimaal bedrag te plaatsen (EUR 2 tot 3 miljard per lening). De behoefte aan topkwaliteit indexleningen (AAA) is relatief groter dan voorheen terwijl tegelijkertijd het aanbod ervan door overheden kleiner is geworden.

Het Agentschap heeft aangegeven dat de omvang van indexleningen in alle gevallen relatief beperkt zal moeten blijven. Indexleningen verhogen immers de volatiliteit van de rentelasten, vergelijkbaar met de wijze waarop geldmarktfinanciering dat doet. Om dit begrotingsrisico te beperken, moet een grens worden gesteld aan de omvang van finan-

ciering waarvan de kosten van jaar tot jaar kunnen schommelen. Dit is een van de redenen waarom het Agentschap sinds 2009 probeert om de omvang van de geldmarktfinanciering terug te brengen tot een niveau van ca. EUR 30 miljard (nu is dat nog ruim EUR 50 miljard). Het totaal van geldmarkt en inflatiegeïndexeerde schuld zal dus in beginsel niet veel groter kunnen zijn dan het doelvolumen dat nagestreefd wordt voor de geldmarkt.

De inhoud van deze brief is voor verzending met de deelnemers aan het overleg gedeeld. De Pensioenfederatie en het Verbond van Verzekeraars hebben van het aanbod gebruik gemaakt om de eigen zienswijze op de uitgifte van indexeringen door de Nederlandse Staat naar voren te brengen. De brieven van deze beide instellingen<sup>1</sup> vindt u in de bijlage.

De minister van Financiën,  
J. C. de Jager

---

<sup>1</sup> Ter inzage gelegd op de afdeling Inhoudelijke ondersteuning onder griffie nr. 150888.