

Beleggen in Nederlandse inflatie

Pensioenfondsen, en hun deelnemers, zijn gebaat bij een brede spreiding van beleggingsportefeuilles over beleggingscategorieën, sectoren en geografische gebieden. Een uitzondering op dit streven naar geografische spreiding kan gemaakt worden voor het beleggen in Nederlandse inflatie, die categorie is immers alleen voorhanden in Nederland en wordt voor pensioenfondsen steeds belangrijker.

Auteurs

Valentijn Thijssen,
Victor Zanting en
Michiel Evers¹

Inflatie in een breder kader

Voor pensioenfondsen zou *sec* beleggen in Nederland een onverstandige strategie zijn, ook de deelnemers zouden dit niet moeten wensen. Vergelijk het met een ondernemingspensioenfonds dat uitsluitend belegt in de eigen onderneming, Enron is een bekende case. Nu zal Nederland niet snel failliet gaan, maar Nederlandse rendementen kunnen wel jaren achtereen achterblijven bij rendementen in andere landen. De pensioendeelnemer verliest dus in de vorm van verminderde aangroei van zijn/haar pensioen. Het is daarom dat pensioenfondsen hun beleggingsportefeuilles niet alleen breed spreiden over verschillende asset classes en sectoren, maar ook over landen, regio's en werelddelen.

Een uitzondering op dit streven naar geografische spreiding kan gemaakt worden voor het beleggen in Nederlandse inflatie. Juist die inflatie is voor Nederlandse pensioenfondsen van groot belang omdat hun verplichtingen vaak één-op-één aan gekoppeld zijn door indexatie van de pensioenopbouw en uitkeringen. Investerings die van nature de Nederlandse inflatie volgen zijn daarom een interessante beleggingscategorie voor Nederlandse pensioenfondsen.

Het probleem is hier echter dat er nauwelijks een markt bestaat die beleggingen koppelt aan de Nederlandse inflatie. Dit betekent dat Nederlandse institutionele beleggers hun heil moeten zoeken in dure en beperkt beschikbare derivaten, of proberen via een internationale portefeuille van inflatiegerelateerde beleggingen de Nederlandse inflatiecomponent na te bootsen. In het laatste geval kan worden gekozen voor aan de gemiddelde Europese inflatie gekoppelde staatsleningen die zijn uitgegeven door de Eurozone-landen Frankrijk, Italië en Duitsland. De omvang van deze euro-markten voor inflation-linked overheidsobligaties – zo'n

€ 300 mrd – is echter niet groot genoeg voor alle (Nederlandse) pensioenfondsen om in hun vraag naar inflatieprotectie te voorzien.

Het pure Nederlandse inflatieproduct is, begrijpelijkerwijs, slechts alleen in Nederland verkrijgbaar. Helaas heeft de Nederlandse staat tot nu toe geen inflatiegeïndexeerde staatschuld uitgegeven, dat in tegenstelling tot de bovengenoemde Eurolanden en vijftien andere landen wereldwijd. Dat is een opmerkelijke keus. Voor zowel de overheid als pensioenfondsen zou geïndexeerde schuld immers een bescherming bieden tegen het inflatierisico.

De overheid als tegenpartij voor inflatie

De overheid kent een sterke afhankelijkheid van inflatie aan de inkomstzijde – denk aan BTW en inkomstenbelasting, maar ook accijnzen zijn vaak geïndexeerd. Aan de uitgavenkant is de link met inflatie minder sterk. Inflatie-geïndexeerde schuld kan dat gat opvullen en daarmee het EMU saldo stabiliseren. De overheidssector kan via indexleningen een nieuwe bron van financiering aanboren en bovendien de inflatierisicopremie, die is ingebed in de obligatiemarktrente, besparen. Een bijkomend voordeel is dat geïndexeerde leningen voor de overheid een extra prikkel geven prijsstabiliteit na te streven. Maar dat kan juist ook als nadeel ervaren worden door overheden zelf, inflatie werkt immers ook als stille belasting, ofwel seigniorage.

Voor pensioenfondsen geldt juist dat hun uitgaven, pensioenuitkeringen en hun verplichtingen, sterk gerelateerd zijn aan de inflatie, door de ambitie toekomstige uitkeringen met de koopkracht te laten mee stijgen.

Het is interessant te zien dat de Deense overheid dit jaar op basis van de voorgenoemde argumenten heeft besloten tot het uitgeven van staatsleningen die zijn gekoppeld aan de nationale inflatie. Daarmee wordt een nieuwe bron van financieringsmiddelen aangeboord en worden Deense institutionele beleggers geholpen. De Nederlandse overheid is helaas nog niet zo ver. Door de strikte scheiding van inkomsten en uitgaven die zij hanteert, kunnen inflatietegenvallers en meevallers niet gedeeld worden. Daarnaast kan de overheid momenteel tegen uitzonderlijk lage nominale rentes lenen. Toch is de vraag of deze aanpak houdbaar is en of de Nederlandse overheid er niet verstandig

aan zou doen nu al zorg te dragen voor een bredere financieringsbasis.

Particuliere alternatieven voor de overheid

Bij het voorlopig ontbreken van een markt voor Nederlandse staatsindexleningen, kan worden uitgeweken naar de private sector voor het ‘binnenhalen’ van Nederlandse inflatie. Voor ondernemingen of projecten die via hun inkomsten sterk afhankelijk zijn van inflatie, kan het aantrekken van vreemd vermogen met een expliciete link aan inflatie aantrekkelijk zijn. Er ontstaat in de resultatenrekening een betere match tussen inkomsten en financieringslasten en op de balans tussen de waardeontwikkeling van de activa en het aangetrokken vreemd vermogen. In het Verenigd Koninkrijk is het met indexleningen financieren van ondernemingen, maar ook van (sociale) infrastructuurprojecten heel gebruikelijk.

Een alternatief zou zijn de inflatie te volgen via investeringen in eigen vermogen. Gezien het hogere risicoprofiel van aandelenkapitaal, gaat dit echter gepaard met een grotere volatiliteit en daardoor zal de gewenste inflatie koppeling pas over een langere beleggingshorizon zichtbaar worden. Een echt alternatief om de inflatie te volgen biedt dit dus niet.

Ondanks de aantrekkelijkheid van het idee, zowel voor de partijen op zoek naar financiering als voor de pensioenbelegger, staat de Nederlandse markt voor aan inflatie-gekoppelde vreemd vermogensfinanciering nog in de kinderschoenen. Het potentieel is er wel.

Als gekeken wordt naar de private sectoren, lijken bijvoorbeeld nutsbedrijven (inflatie verrekend in de tarieven) of onroerend goed (huren aangepast met inflatie) aantrekkelijke kandidaten om *inflation-linked* vreemd vermogen aan te trekken. Als de Nederlandse inflatie sterk in de ondernemingskastromen is vertegenwoordigd, is een maatwerkfinanciering gekoppeld aan de nationale prijsindex aantrekkelijk. Ook woningcorporaties, specifiek de sociale huursector, hebben in hun activiteiten een natuurlijke link met de Nederlandse inflatie. Zorg, onderwijs of andere semi-publieke taken kunnen voor inflatiegerelateerde financiering in aanmerking komen.

Een laatste sector die genoemd moet worden zijn de investeringen in (sociale) infrastructuur, waar (concessie)vergoedingen afhankelijk zijn van de inflatie-ontwikkeling. Voorbeelden zijn de energie-sector en de DBFM projecten bij de weginfrastructuur. In de laatste projecten worden vaak de concessievergoedingen al aangepast aan de ontwikkeling van de lonen of onderhoudskosten. Tot voor kort werden aan de inflatie aangepaste financieringskosten niet toegestaan in deze projecten.

N33 als pilot project voor financiering op basis inflatie

Onlangs heeft de overheid het PPS-project (Publiek Private Samenwerking) voor de verbreding van de N33 tussen Assen en Zuidbroek aangewezen als



V.l.n.r.:
Valentijn Thijssen, Victor
Zanting en Michiel Evers

proef project om in de praktijk te toetsen of inflatie gekoppelde financiering, waarbij de indexatie van de concessievergoeding (periodieke vergoeding die de overheid betaald) passend is bij de financiering, waarde toevoegt. De evaluatie van hiervan zal in de eerste plaats worden gedaan aan de hand van het effect op de totale kosten van het PPS project voor de belastingbetaler. Er zal een vergelijking worden gemaakt tussen het N33 project gefinancierd met gebruikelijke bank financiering instrumenten en de financiering waar tot maximaal 70% inflatiegekoppelde financiering ingezet wordt.

De overheid heeft drie consortia verzocht een definitieve bieding uit te brengen op de concessie van het N33 project. De consortia zijn gevormd met de bouwbedrijven Koninklijke BAM Groep, Dura Vermeer en Volker Wessels. APG is voornemens alle drie de consortia een inflatie gekoppelde financiering aan te bieden. De lening zal gekoppeld zijn aan de CBS Prijsindex algemeen als maatstaf voor de Nederlandse inflatie, dezelfde koppeling zal worden toegepast in de concessie vergoeding wanneer door het winnende consortium daadwerkelijk gekozen wordt voor een inflatiegekoppelde lening.

Naar ons idee laat deze pilot zien dat de voordelen van inflatie aangepaste financieringskosten ook in de praktijk daadwerkelijk bestaan en we hopen dat dit de Nederlandse overheid over de streep zal trekken. Wellicht volgt dan ook op niet al te lange termijn de uitgifte van Nederlandse staatsindexleningen. Dat helpt pensioenfondsen om hun beleggingsmix nog beter vorm te geven. Als bijkomend voordeel kan gezien worden dat op deze wijze ook op een verantwoorde wijze in het belang van pensioendeelnemers, invulling gegeven worden aan een door de politiek vaker geuite wens dat meer pensioengeld in Nederland wordt belegd. De politiek is nu aan zet! ■

Noot

1 De auteurs zijn werkzaam bij APG Asset Management.