

Zou de Nederlandse overheid prijsindexobligaties moeten gaan uitgeven?

Steeds meer landen financieren een deel van hun overheidsschuld met prijsindexobligaties. De rente op deze obligaties hangt af van de inflatie; bij een hoge inflatie ontvangt de belegger een hogere rente. In het eurogebied financieren onder meer Duitsland, Frankrijk en Italië een deel van hun schuld met dergelijke obligaties. Een interessante vraag is of de Nederlandse overheid ook de uitgifte van prijsindexobligaties zou moeten overwegen. De vraag is actueel nu over een nieuw pensioenstelsel wordt nagedacht. Invoering van een pensioenstelsel dat meer geënt is op koopkrachtbehoud (in plaats van nominale toezeggingen) zou de interesse van pensioenfondsen voor prijsindexobligaties kunnen vergroten.

Het is niet mogelijk vooraf te stellen dat prijsindexobligaties voor de overheid goedkoper zullen zijn dan nominale obligaties. De toekomstige inflatie is immers niet bekend. Wel is het mogelijk om vooraf zo goed mogelijk de inflatierisicopremie en liquiditeitspremie in te schatten, de vergoeding voor inflatierisico respectievelijk liquiditeitsrisico. De inflatierisicopremie vergroot de kans dat prijsindexobligaties goedkoper zullen uitvallen, terwijl de liquiditeitspremie het omgekeerde bewerkstelligt. Een inschatting op basis van cijfers uit het verleden indiceert dat de liquiditeitspremie wel eens hoger kan uitvallen dan de inflatierisicopremie. De combinatie van een relatief laag inflatierisico en een lage liquiditeit van prijsindexobligaties maakt dat deze obligaties de financiering van de overheidsschuld wel eens duurder zouden kunnen maken.

Naast de rente op de staatsschuld kan een overheid uiteraard andere redenen hebben om (een deel van) haar schuld met prijsindexobligaties te willen financieren. Als het bijdraagt aan een stabiel verloop van overheidstekort en -schuld kan een dergelijke wijziging van het schuldbeleid aantrekkelijk zijn. Voor overheidsschuld is dit inderdaad het geval, maar niet voor het overheidstekort. Financiering van overheidsschuld met prijsindexobligaties maakt het EMU-saldo juist minder stabiel, omdat de rentelasten op de schuld dan meer dan proportioneel op inflatieschokken reageren. De kans dat in de toekomst beleid moet worden ingezet om te voorkomen dat het EMU-tekort hoger uitvalt dan de toegestane 3% bbp, zou dan juist worden vergroot.

Een andere mogelijke reden voor de Nederlandse overheid om (een deel van) de staatsschuld met prijsindexobligaties te financieren is dat dit zou bijdragen aan een stabiel beleggingsklimaat voor de pensioenfondsen. Aangezien veel fondsen de ambitie hebben om pensioenen aan de prijsontwikkeling te indexeren, lijken financiële titels die met deze prijzen meegroeien voor deze fondsen een aantrekkelijk beleggingsobject. Dit is echter geen uitgemaakte zaak. Pensioenfondsen hebben immers nu al de mogelijkheid te beleggen in prijsindexobligaties in het eurogebied, maar doen dit slechts mondjesmaat. Dit kan moeilijk aan een verschil in prijsontwikkeling tussen het eurogebied en Nederland worden toegeschreven, want dat verschil is klein. De geringe belangstelling van fondsen voor prijsindexobligaties zou onder meer te maken kunnen hebben met de dekkingsgraadtekorten waarmee ze al jaren te kampen hebben. Beleggingen in prijsindexobligaties vergroten namelijk de kans op sprongen omhoog en omlaag in de nominale dekkingsgraad en daarmee de kans op dekkingsgraadtekorten en impopulaire maatregelen als indexatiekortingen en kortingen op pensioenen.

Het beeld is niet heel veel anders wanneer de rente op de uit te geven obligaties niet aan de Nederlandse inflatie wordt gekoppeld, maar aan die in het eurogebied. Hoewel in het laatste geval het liquiditeitsrisico kleiner uitvalt omdat wordt aangesloten bij een al bestaande markt, zal ook de vermindering van het inflatierisico kleiner zijn. Bovendien verschillen de inflatie in Nederland en die in het eurogebied zoals gezegd niet zo veel.

Samenvattend ligt het niet voor de hand dat de Nederlandse overheid prijsindexobligaties gaat uitgeven. De rente op prijsindexobligaties zou hoger kunnen uitvallen dan die op nominale obligaties en het EMU-saldo zou beweeglijker worden. Voor Nederlandse pensioenfondsen kan het gegeven dat prijsindexobligaties de nominale dekkingsgraad beweeglijker maken, een belemmering vormen om al te grote bedragen in prijsindexobligaties te investeren. Onze conclusie zou kunnen veranderen als de vormgeving van de pensioenen verandert. Wanneer de nominale zekerheid wordt losgelaten en het bijbehorende toezicht aangepast, dan zouden prijsindexobligaties voor pensioenfondsen interessanter kunnen worden. Dat zou op zijn beurt kunnen helpen de rente op prijsindexobligaties laag te houden zodat uitgifte van deze obligaties ook voor de overheid interessanter wordt. Verder zijn ook de huidige economische omstandigheden van belang. Bij beduidend hogere inflatie- en rentecijfers in de toekomst worden de voordelen van prijsindexobligaties groter.