



Eerste Kamer der Staten-Generaal  
De voorzitter  
Postbus 20017  
2500 EA DEN HAAG

Onze referentie  
2012/br/7840/DVES

Den Haag  
1 mei 2012

**Betreft**  
Indexleningen

Geachte voorzitter,

Allereerst willen we u en het Agentschap hartelijk danken dat wij onze inzichten ten aanzien van indexleningen met u mogen delen. Wij vinden het zeer positief dat dit onderwerp de aandacht heeft van de Eerste Kamer der Staten-Generaal. Hoewel in de brief van het Agentschap voornamelijk wordt verwezen naar de pensioensector, is het ook voor verzekeraars interessant om te beleggen in indexleningen.

Verzekeraars beleggen een groot deel van hun portefeuille in obligaties. Uit een studie van De Nederlandsche Bank (DNB) van medio 2011 blijkt dat levensverzekeraars 115 miljard euro beleggen in obligaties. Het grootste gedeelte (60%) van deze portefeuille bestaat uit staatobligaties. Obligaties bieden zekerheid en stabiliteit in de beleggingsopbrengsten om zodoende verzekeringsuitkeringen veilig te stellen.

Indexleningen hebben een aantal belangrijke voordelen boven nominale obligaties. Door het gebruik van indexleningen kan er door investeerders een betere match met de verplichtingen worden gerealiseerd.

De uitgifte van indexleningen kan voor de overheid gepaard gaan met lagere kosten, omdat investeerders genoeg nemen met een lagere vergoeding in ruil voor de zekerheid op een reële opbrengst. Wel komt het risico van afwijkingen ten opzichte van de verwachte inflatie bij de overheid te liggen. Dit brengt extra risico voor de rijksbegroting met zich mee, hetgeen een lastig thema is in de huidige tijd, waarin het tekort en de schuld moeten worden teruggebracht. Het effect kan echter positief of negatief uitvallen. De onzekerheidsmarge zal door de overheid worden geprijsd in de vorm van een relatief lager rendement.

Een ander voordeel voor de Nederlandse overheid is de mogelijkheid om staatsschuld te

**Informatie:** drs. D. Schmitz

Doorkiesnummer 070 - 333 86 72 Fax rechtstreeks 070 - 333 86 70 E-mail [d.schmitz@verzekeraars.nl](mailto:d.schmitz@verzekeraars.nl)  
Bordewijklaan 2, 2591 XR Den Haag, Postbus 93450, 2509 AL Den Haag, internet [www.verzekeraars.nl](http://www.verzekeraars.nl)



verlengen, hetgeen de herfinancieringsrisico's beperkt. Nederland heeft een goede reputatie als debiteur en zal relatief eenvoudig staatsobligaties kunnen plaatsen. De prijs waartegen nominale obligaties op de markt kunnen worden gebracht zijn voor een belangrijk deel afhankelijk van de ontwikkeling van de inflatie. Bij indexleningen komt dit risico juist bij de overheid te liggen. De overheid krijgt hierdoor de mogelijkheid om tegen zeer lage rentetarieven langlopende obligaties op de markt te brengen.

Daarnaast vertoont de waardeontwikkeling van indexleningen minder fluctuaties (volatiliteit) dan de waardeontwikkeling van nominale obligaties, hetgeen voor investeerders positief is.

Uit onderzoek (van Boender e.a. uit 2001) is gebleken dat solvabiliteits- en indexatierisico's voor een pensioenfonds kunnen worden gereduceerd wanneer zij in indexleningen beleggen in plaats van in nominale leningen. De reductie van het solvabiliteitsrisico kan zelfs oplopen tot 70%. Zij stellen verder dat risiconutraal tussen 5 en 20% meer in aandelen kan worden belegd, waarmee de verwachte kosten voor pensioendeelnemers dalen. De kans is groot dat soortgelijke cijfers ook voor de verzekeringssector kunnen worden gevonden, voor zover het reële verplichtingen betreft.

In het verleden hebben met name pensioenfondsen aangegeven belangstelling te hebben voor indexleningen, vooral als deze een lange looptijd hebben. Veel pensioenfondsen streven immers naar waardevaste (geïndexeerde) pensioenen. Ook voor verzekeraars zijn indexleningen een welkom instrument. Onder meer door Solvency II wordt het 'Asset en Liability Management' (ALM) en de inrichting van het risicomanagement steeds belangrijker. Indexleningen stellen verzekeraars beter in staat om de bezittingen van een verzekeraar in lijn te brengen met de (inflatie afhankelijke) verzekeringsverplichtingen. Indexleningen zijn daarmee een risicoreducerend instrument. Bovendien zorgen indexleningen voor een vergroting van de diversificatie binnen de beleggingsportefeuille en vormen daarmee een goede aanvulling op andere soorten beleggingen, zoals: nominale obligaties, aandelen en vastgoed.

De Nederlandse overheid geeft (vooralsnog) geen indexleningen uit. Investeerders die in indexleningen willen beleggen, zijn afhankelijk van indexleningen die door andere landen worden uitgebracht, zoals het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten, Australië, Nieuw Zeeland, Frankrijk, Italië en Duitsland. Recent heeft ook Denemarken indexleningen op de markt gebracht. Deze beleggingen vormen echter geen perfecte substituten omdat ze zijn gebaseerd op de Europese inflatie of de inflatie in de betreffende landen en niet specifiek op de Nederlandse inflatie. Wij erkennen dat een indexlening die is gebaseerd op de Nederlandse prijsindex minder liquide is dan een indexlening die is gebaseerd op de Europese prijsindex, omdat de Nederlandse markt een relatief kleine markt voor indexleningen betreft, die mogelijk minder interessant is voor buitenlandse marktpartijen.

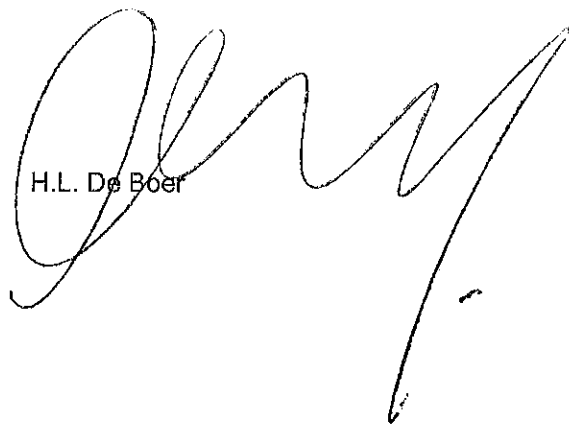
In 2005 en 2008 is er door de overheid onderzoek gedaan naar de betekenis van indexleningen voor de overheidsbegroting. Uit deze onderzoeken kwam naar voren dat er geen aanwijzingen zijn dat indexleningen zouden bijdragen aan lagere leenkosten voor de overheid in vergelijking met de huidige nominale geld- en kapitaalmarktinstrumenten. Deze onderzoeken zijn gebaseerd op 10-jaarsleningen. Voor langere looptijden (bijvoorbeeld 30-jaarsleningen) kan er naar de mening van de verzekeringssector wel sprake zijn van een business case voor indexleningen. We vinden het positief dat het Agentschap bereid is nader te onderzoeken of de conclusies voor langere looptijden anders uitvallen van voor het 10-jaars segment. Overigens plaatst de overheid zelf twee kanttekeningen bij de conclusie dat indexleningen niet bijdragen aan lagere leenkosten voor de overheid. Ten eerste kan een grotere vraag naar Nederlandse indexleningen leiden tot een hogere premie in vergelijking met indexleningen die zijn gebaseerd op de inflatie van andere landen. Dit effect zou nog kunnen worden versterkt wanneer landen te maken krijgen met een afwaardering



van hun kredietwaardigheid. Hierdoor kan het voor de Nederlandse overheid aantrekkelijker worden om indexleningen uit te geven. Ten tweede kan, als de behoefte aan risicoreductie toeneemt, indexleningen wel een aantrekkelijk alternatief vormen voor de financiering van de staatsschuld.

Wij hopen met deze brief onze visie ten aanzien van indexleningen helder over het voetlicht te hebben gebracht en zijn gaarne bereid tot nadere toelichting.

Met vriendelijke groet,

  
H.L. De Boer