

a.s.r.

Beleggen in de Nederlandse
publieke sector

Beleggen in de Nederlandse publieke sector

Uitlenen aan Nederlandse partijen in de publieke sector, waaronder decentrale overheden (o.a. gemeenten en waterschappen) en woningcorporaties levert relatief gezien een interessant rendement op ten opzichte van Nederlandse staatsobligaties. Het uitlenen is mogelijk via zogeheten onderhandse leningen (OHL). Onderhandse leningen zijn bilaterale overeenkomsten tussen geldnemer en geldgever waarbij min of meer standaard documentatie wordt gebruikt. Beleggen in gemeentelijke leningen kan daarnaast via het 'medium term note' (MTN) programma van BNG Bank. Een MTN is een type obligatie en is een verhandelbare schuldbekentenis aan toonder met gestandaardiseerde voorwaarden. Waar een MTN een aflossingsvrije (bullet) lening betreft, kennen onderhandse leningen daarnaast ook een lineaire of annuïtaire aflossingsstructuur. De emissie omvang van de gemeentelijke kapitaalmarkt, met 300 gemeenten, is ruim 7 miljard euro per jaar. De markt voor waterschappen is ongeveer 1 miljard groot.



Kredietrisico

Dit extra rendement ten opzichte van de Nederlandse staat wordt ons inziens niet verklaard door een hoger kredietrisico. Wij achten namelijk het kredietrisico min of meer gelijk aan de Nederlandse staat. Waarbij geborgde leningen aan woningcorporaties een directe garantie hebben van het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW), en daarmee indirect een garantie van de Nederlandse staat, is er bij decentrale overheden sprake van een impliciete garantie. Het wettelijke en institutionele kader reguleert de financiële positie van decentrale overheden. Dit kader is erop gericht dat decentrale overheden te allen tijde over voldoende financiële middelen beschikken om hun taken en bevoegdheden uit te oefenen, en hun schulden te betalen. Onder de Europese wetgeving 'Basel' en 'Solvency' wordt het kredietrisico daarom ook gelijk gesteld aan dat van de Nederlandse Staat, oftewel 0% risicoweging.

Liquiditeitspremie

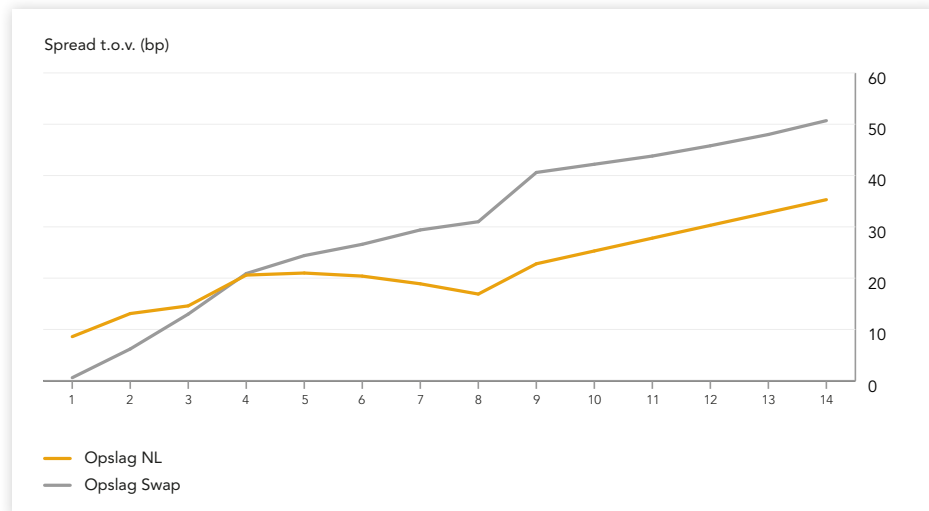
Ondanks het vergelijkbare kredietrisico, ligt het effectieve rendement van decentrale overheden hoger dan op Nederlandse staatsobligaties. Dit komt door de renteopslag c.q. spread die er betaald moet worden, en kan feitelijk worden gezien als een liquiditeitspremie: onderhandse leningen zijn niet makkelijk te verhandelen en zijn derhalve het meest passend om tot einde looptijd aan te houden. Het blijft juridisch mogelijk om onderhandse leningen, via cessie, te verkopen, echter dit is niet eenvoudig en snel gedaan. Leningen uitgegeven via het MTN programma kunnen net als alle andere obligaties gewoon verhandeld worden.

Dat decentrale overheden dan toch een hogere rente moeten betalen komt door een aantal factoren waarvan de belangrijkste hieronder zijn weergegeven:

- Leningen van decentrale overheden zijn vele malen kleiner dan die van de Nederlandse staat. Een gemiddelde lening van een decentrale overheid bedraagt enkele tientallen miljoenen, terwijl een Nederlandse staatsobligatie vele miljarden groot is. Voor grote institutionele beleggers zijn deze leningen doorgaans te klein.
- Kleinere leningen zijn minder liquide dan grote leningen. Institutionele beleggers moeten, al dan niet wettelijk verplicht, liquide leningen aanhouden.
- Veel institutionele beleggers volgen vaak een benchmark. Meestal maken alleen grote en liquide leningen deel uit van een benchmark. Leningen van decentrale overheden zitten daardoor niet in een benchmark.
- Nederlandse decentrale overheden hebben geen zelfstandige rating. Institutionele beleggers mogen vaak alleen in papier met een zelfstandige rating beleggen. Het feit of het impliciete kredietrisico gelijk is aan de rating van de Nederlandse Staat is voor deze partijen dan niet relevant.
- Institutionele en buitenlandse beleggers willen over het algemeen alleen in obligaties beleggen. Hierdoor komt alleen de MTN format in aanmerking en niet de onderhandse lening. Het aantal gemeenten dat het MTN format gebruikt is beperkt.
- Buitenlandse partijen kennen de Nederlandse overheidsstructuur onvoldoende. Decentrale overheden zijn daardoor hoofdzakelijk afhankelijk van binnenlandse beleggers.
- Door de beperkte liquiditeit is prijsvorming minder transparant. Dit kan voor beleggingsfondsen met een dagelijkse waardering tot onnodige complexiteit leiden.

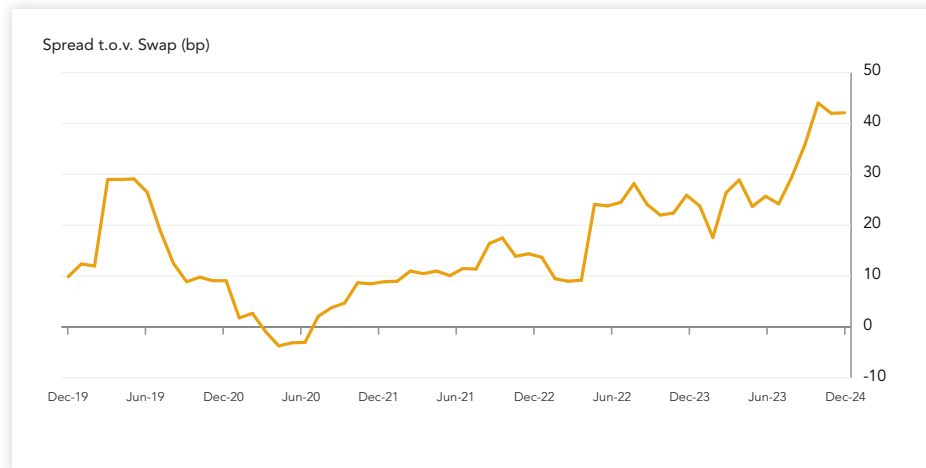
De kapitaalmarktrente, zoals de Euro swapcurve, wordt bepaald door vraag en aanbod. Prijsvorming van een onderhandse lening gebeurt door het bepalen van een spread boven deze Euro swapcurve. De hoogte van de spread is looptijd afhankelijk (zie figuur 1), waarbij over het algemeen geldt: hoe langer de looptijd van de lening, hoe hoger de spread. Op 27 november 2024 ontving een uitlenende partij op een 10-jaars lening ongeveer 20 basispunten (0,2%) meer dan op een uitzetting bij de Nederlandse staat. Ten opzichte van de Euro swapcurve is het verschil +40 basispunten. Voor een 15-jarige lening is het verschil respectievelijk +50 (Euro Swap) en +35 (Nederlandse Staat) basispunten.

Figuur 1: spread boven Euro Swap en Nederlandse staat per looptijd (d.d. 27 november 2024)

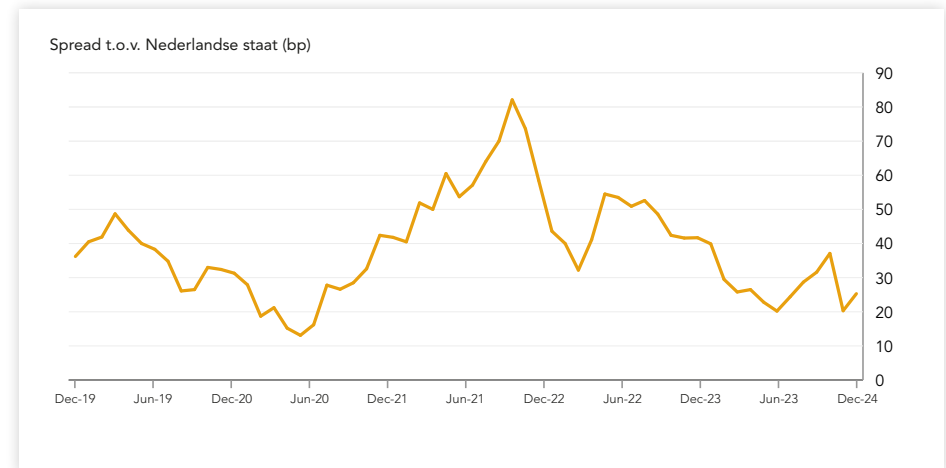


Daarnaast is de spread voor decentrale overheden door de tijd heen niet constant. In onderstaande figuren zijn zowel de historische spreads boven de Euro Swapcurve (figuur 2) alsmede de Nederlandse Staat (figuur 3) weergegeven. Het betreft de spread van een 10-jaar bullet lening. Ondanks dat de spread ten opzichte van de Euro Swap ook negatief kan zijn, zal deze ten opzichte van de Nederlandse staat altijd positief zijn. Daarnaast is het niet ongewoon dat kleinere leningen een hogere spread hebben dan grotere leningen, en dat grotere en populairere gemeenten (o.a. Amsterdam en Rotterdam) weer een lagere spread kunnen bedingen dan een 'gemiddelde' gemeente.

Figuur 2: historische 10-jarige spread boven Euro Swap



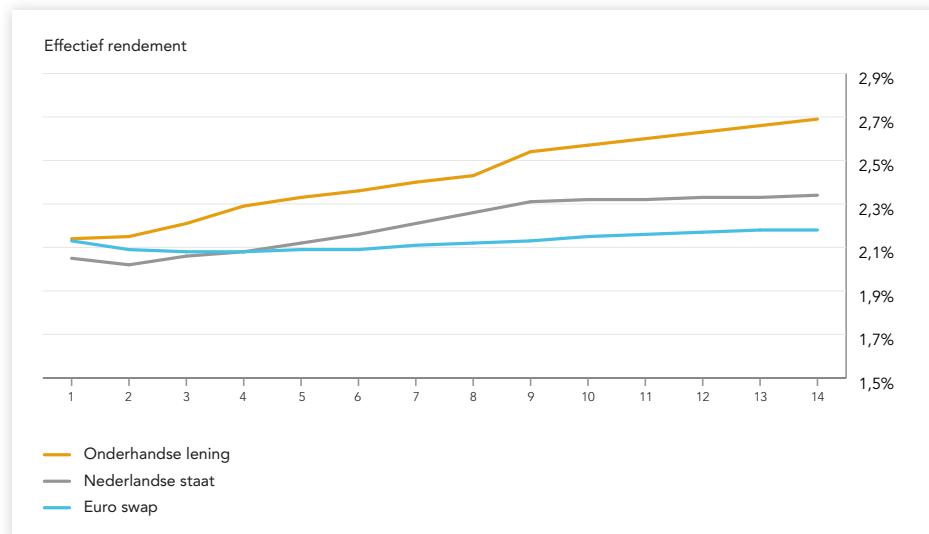
Figuur 3: historische 10-jarige spread boven Nederland



Rendementen

Uiteindelijk bepaalt de referentie rente, zijnde de Euro Swap curve of Nederlandse staat, plus de spread het totale rendement voor de belegging in onderhandse leningen. De Euro Swap markt heeft echter een andere dynamiek dan de markt van staatsobligaties, waardoor het verschil tussen staatsobligaties en de Euro swap niet constant is. Na jaren van lage, en zelfs negatieve rentes, en een inverse rentetermijnstructuur, hebben we nu ook te maken met een Euro Swap curve die lager ligt dan staatsobligaties (zie figuur 4). Dit is redelijk uniek.

Figuur 4: effectieve rendementen (d.d. 27 november 2024)



Samenvattend

Op onderhandse leningen aan decentrale overheden is een hoger rendement te behalen dan op Nederlandse staatsobligaties, terwijl het risico niet hoger is. De kapitaalmarktrente wordt bepaald door vraag en aanbod. Door de dynamiek van diverse factoren is het aanbod van uitzettingen aan decentrale overheden beperkter en is de markt minder transparant in vergelijking met staatsobligaties. De liquiditeit is hierdoor zeer beperkt en daardoor is op deze leningen een hogere rentevergoeding dan op Nederlandse staatsobligaties te behalen. Voor 'buy and hold' beleggers kan investeren in onderhandse leningen daarom aantrekkelijk zijn om op te nemen in de portefeuille.

α.S.I.

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asr.nl

ASR Vermogensbeheer N.V., KVK 30227237 Utrecht

50753_1224