

I.J.M. Arnold

Verbonden aan Universiteit Nyenrode.  
i.arnold@nyenrode.nl

# De publieke casus voor indexleningen

Hoewel de uitgifte van indexleningen door de Nederlandse staat niet voordelig is voor de schatkist, is het publieke belang er toch mee gediend. Het onzekere inflatieperspectief van Nederland binnen de eurozone schept behoefte aan een waarde vaste titel.

Indexleningen zijn obligaties waarvan de couponrente en de hoofdsom periodiek worden aangepast aan de inflatie. Hiermee kan het inflatierisico van beleggingen worden afgedekt. Dit is met name voor pensioenfondsen interessant, omdat zij ernaar streven om gepensioneerden waarde vaste uitkeringen te bieden. Aan deze inflatiebescherming hangt een prijskaartje. De reële rente op indexleningen is laag, wat volledige afdekking duur maakt.

## Indexleningen in opkomst

Indexleningen vormen een klein, maar groeiend segment van de Europese obligatiemarkt. In de eurozone heeft de Franse overheid het voortouw genomen bij de uitgifte van indexleningen, gevolgd door een aantal andere lidstaten. Meer dan twintig jaar nadat Bomhoff (1983) de kruistocht voor invoering van dit instrument begon, lijkt zelfs in Nederland de traditionele weerzin tegen indexleningen te worden overwonnen. Het laatste bastion is het ministerie van Financiën, waar ambtenaren zich buigen over de vraag of er een *business case* is voor de invoering van indexleningen (zie ministerie van Financiën, 2005). Hiermee wordt bedoeld dat het ook voor de schatkist zelf aantrekkelijk moet zijn om deze financiële instrumenten uit te geven, bijvoorbeeld via een besparing op de inflatierisicopremie. Die *business case* valt op dit moment niet te maken, zoals we hieronder zullen zien. Indexleningen moeten vooral op hun publieke merites worden beoordeeld.

In deze bijdrage wordt betoogd dat er twee redenen van publiek belang zijn waarom de Nederlandse staat indexleningen gekoppeld aan de Nederlandse inflatie zou moeten uitgeven. In de eerste plaats heft de staat op die manier een marktfalen op. Dit marktfalen bestaat uit het ontbreken van een waarde vaste titel in Nederland. Opheffing hiervan is een lang gekoesterde wens van pensioenfondsen. In de tweede plaats wordt zo een belangenconflict van de minister van Financiën opgelost. Dit belangenconflict houdt verband met het feit dat een hoge binnenlandse inflatie enerzijds de reële staatsschuld vermindert, maar anderzijds de concurrentiepositie van onze economie aantast en de reële rendementen van onze pensioenfondsen drukt. Alvorens dieper in te gaan op deze twee argumenten volgt een korte schets van de marktontwikkelingen.

## Marktontwikkelingen

Op het Europese continent zijn indexleningen in 1998 geïntroduceerd door de Franse staat. Nalvolging van dit initiatief moest wachten tot 2003, toen ook de overheden van Griekenland, Oostenrijk en Italië deze instrumenten zijn gaan uitgeven. De nieuwkomers koppelen hun indexleningen uitsluitend aan het geharmoniseerde prijsindexcijfer voor de eurozone (exclusief tabak), de zogenaamde €HICPx. Frankrijk koppelt haar indexleningen deels aan het Franse prijsindexcijfer en deels aan dat van de eurozone. De markt vertoont de laatste jaren een sterke groei. Eind 2004 oversteeg de marktkapitalisatie van Europese indexleningen het bedrag van € 115 miljard, hetgeen neerkomt op ongeveer twee procent van de totale staatsschuld in de eurozone. Intussen hebben €HICPx-leningen hierin nu het grootste aandeel. Koppeling aan de €HICPx heeft voor de uitgever als voordeel dat het markt bereik van de lening groter wordt. Dit leidt tot een betere verhandelbaarheid en een lagere liquiditeitspremie. Europese beleggers zien de €HICPx-leningen vooral als een nuttig instrument voor de diversificatie van hun beleggingsportefeuilles (zie Wolswijk & De Haan, 2005).

## Marktfalen niet opgelost

Toch wekt de sterke opkomst van €HICPx-indexleningen enige bevreemding. Terwijl één van de *raison d'être*s van indexleningen het opheffen van een marktfalen is, blijft met de keuze voor koppeling aan de €HICPx op nationaal niveau een waarde vaste titel ontbreken. Op het eerste gezicht lijkt het Europese prijsindexcijfer niet zo'n geschikte keuze, omdat de Europese consument hoofdzakelijk lokaal consumeert. Aan de andere kant worden de indexleningen in de Verenigde Staten ook gekoppeld aan het nationale in plaats van aan het regionale prijsindexcijfer. Dit roept de vraag op of het ontbreken van indexleningen die zijn gekoppeld aan de nationale inflatie wel zo erg is. Het antwoord hierop hangt af van het antwoord op drie vragen. Wat is de aard van het inflatierisico binnen de EMU? Staan er veel pensioenbesparingen op het spel? Welk belang wordt binnen onze samenleving gehecht aan waarde vaste pensioenen?

Over de laatste twee zaken kunnen we kort zijn. Nederland neemt in de eurozone een unieke positie in waar het de pen-

Dit is het zesde deel in de serie Pensioenvraagstukken in macro-perspectief die in najaar 2005 verschijnt. In deze ESB-serie staat de samenhang tussen de pensioensector en diverse markten centraal.

sioenvermogens betreft. Nergens anders zijn de pensioenpotten zo goed gevuld als hier. Tot voor kort ging vrijwel iedereen er vanuit dat de uitkeringen hieruit waardevast zouden zijn. Na de pensioen crisis is dit niet meer vanzelfsprekend. De aantasting van de waardevastheid van pensioenuitkeringen, eufemistisch aangeduid met de term indexatiekorting, wordt nu naast de verhoging van de premies als een legitiem instrument gezien om de tering naar de nering te zetten. Beetsma en Van Praag (2005) hebben zich recent verzet tegen deze ontwikkeling. Zij pleiten ervoor dat het koopkrachtbehoud van pensioenen wordt gegarandeerd in de nieuwe Pensioenwet en dat pensioenfondsen meer beleggen in indexleningen. Volgens Borgdorff (2005) ondergraaft onvoorwaardelijke indexatie echter ons pensioensysteem en moeten we er op vertrouwen dat pensioenbestuurders de pijn eerlijk verdelen tussen actieven, gepensioneerden en werkgevers. Is dat niet te veel gevraagd na de genereuze premiekortingen in de jaren negentig?

Het gemak waarmee bestuurders en toezichhouders concessies doen aan de waardevastheid van pensioenen roept toch enig onbehagen op. Gepensioneerden hebben weinig mogelijkheden om een door inflatie uitgehold pensioen aan te vullen. Actieven kunnen bovendien zelf wel een keuze maken tussen de hoogte van de premies, hun pensioenleeftijd en de waardevastheid van hun uitkeringen.

### Inflatierisico in de EMU

De discussie over waardevastheid wint aan belang naarmate de inflatievooruitzichten onzekerder zijn. Een analyse van het inflatierisico in de EMU vereist het maken van een onderscheid tussen de gemiddelde inflatieontwikkeling in de eurozone als geheel en de mate waarin de inflatie in de individuele lidstaten hiervan afwijkt. Voor wat betreft de eurozone als geheel is de Europese Centrale Bank (ECB) er goed in geslaagd om, overeenkomstig haar mandaat, de prijsstabiliteit te handhaven. Sinds 1999 schommelt de inflatie rustig rond de twee procent. In het verleden heeft het pensioenfonds PGGM de vrees geuit dat Europese landen met slechte pensioenvoorzieningen in de verleiding zouden kunnen komen om hun toekomstige pensioenlasten inflatoir te financieren. Dit zou de waarde van de

Nederlandse pensioenvermogens aantasten. Zo'n doomsenario komt neer op een ernstige schending van de onafhankelijkheid en de taakopdracht van de ECB en is om die reden niet erg waarschijnlijk. Mocht zo'n scenario zich toch ooit dreigen te verwezenlijken, dan is het zaak dat Nederland bijtijds uit de muntunie stapt.

Zorgwekkender is dat achter de stabiliteit van het Europese gemiddelde een grote mate van verscheidenheid tussen de individuele lidstaten schuil gaat. Dat zou op zichzelf nog niet zo erg zijn, wanneer positieve inflatieafwijkingen in het ene jaar gecompenseerd zouden worden door negatieve afwijkingen in het jaar daarop. De nog korte ervaring binnen de EMU wijst daar echter niet op. De ECB-economen Angeloni en Ehrmann (2004: 9) merken hierover op: "Another distinctive feature of euro area inflation differentials is their persistence... Remarkably, out of 12 countries now constituting the euro area, 9 have remained on the same side relative to the area average in each single year since 1999... No such regularity is observed in the case of US regions". Het gevolg van deze persistentie is zichtbaar in figuur 1. De prijsindexcijfers van de lidstaten zijn na de introductie van de euro sterk uiteen gewaaierd en lijken slechts langzaam naar elkaar terug te buigen. Over deze periode is de koopkracht van € 1000 gereduceerd tot € 917 in Duitsland en tot een magere € 803 in Ierland.

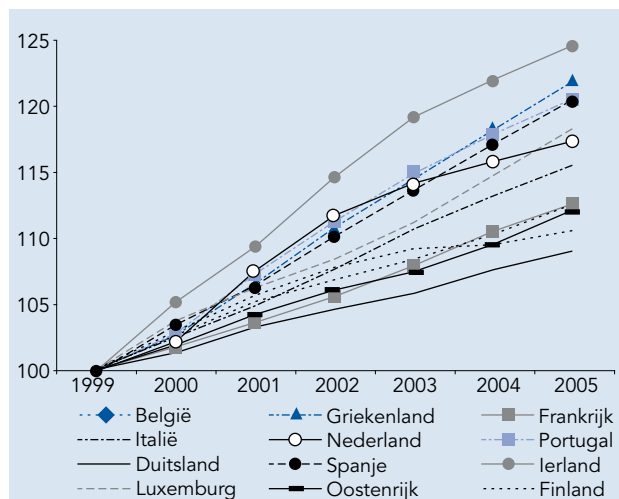
### Oorzaken inflatieverschillen

Er zijn tal van oorzaken waardoor er binnen een muntunie regionale inflatieverschillen kunnen ontstaan en voortbestaan, zie ECB (2003). Een veelgenoemde oorzaak is het Balassa-Samuelson-effect, dat inflatieverschillen verklaart vanuit verschillen in de ontwikkeling van de arbeidsproductiviteit. Daarnaast wordt gewezen op structurele rigiditeiten in de Europese product- en arbeidsmarkten, die een obstakel vormen voor prijsconvergentie. Ook kunnen inflatieverschillen ontstaan door een verschillende blootstelling aan externe schokken, zoals schommelingen in de olieprijs en de dollarkoers. Recent onderzoek wijst de dienstensector aan als de belangrijkste bron van persistente inflatieverschillen (zie o.a. Altissimo et al., 2005). De voor de hand liggende verklaring hiervoor is dat de druk tot prijsaanpassing sterker wordt gevoeld in sectoren waar verhandelbare goederen worden geproduceerd dan in de dienstverlening. De gebrekkige integratie van de dienstensector in de Europese Unie helpt hierbij natuurlijk niet.

Als laatste factor noem ik de huizenprijzen. De geringe Europese arbeidsmobiliteit zorgt voor gesegmenteerde Europese huizenmarkt, waar arbitrage over de landsgrenzen heen maar zeer beperkt plaats vindt. Het resultaat hiervan is een sterke divergentie van de huizenprijsgroei tussen Europese landen. Deze verschillen komen niet tot uitdrukking in de consumentenprijsindexcijfers, al zijn er economen die vinden dat een goede inflatiemaatstaf ook vermogensprijzen zou moeten omvatten (zie Goodhart, 2001). Toch heeft de huizenprijsgroei via de consumptieve bestedingen wel degelijk een indirect effect op de economische groei en de inflatie. Het is niet toevallig dat in de afgelopen jaren de landen met de hoogste inflatie ook de hoogste groei in de huizenprijzen vertoonden.

Uiteindelijk zal een bovengemiddelde regionale inflatie via een appreciatie van de reële wisselkoers doorwerken op de concurrentiepositie en de handelsbalans. Dit aanpassingsproces duurt lang en is onzeker. Voor een kleine lidstaat wrekt zich

Figuur 1. Geharmoniseerde prijsindexcijfers in EMU-lidstaten (1999=100)



Bron: AMECO (2005); cijfers voor 2005 zijn ramingen

hier de afwezigheid van een nationaal monetair beleid. De ECB kijkt naar de inflatie in de eurozone, waarin de inflatiecijfers van kleine lidstaten nauwelijks tot uitdrukking komen. Wanneer in een klein land de inflatie uitstijgt boven het gemiddelde in de eurozone, doet de ECB hier weinig aan. De inwoners moeten maar afwachten hoe uiteindelijk de verslechtering van de nationale concurrentiepositie het tij zal keren. De afschaffing van nationale centrale banken die zijn toegewijd aan nationale inflatiebestrijding heeft de inflatieonzekerheid in de kleine EMU-landen derhalve vergroot. Dit suggereert dat er in deze lidstaten behoefte is aan instrumenten die lokale inflatiebescherming bieden, zoals indexeringen die zijn gekoppeld aan het nationale prijsindexcijfer. De in de markt waargenomen koppeling aan de €HICPx is geen bevredigende oplossing voor het marktfalen.

### Van tijdsinconsistentie- naar meelift-problemen

Indexeringen heffen niet alleen een marktfalen op, maar kunnen tevens van dienst zijn om overheden de juiste prikkels tot inflatiebeheersing te geven. In de literatuur wordt als een belangrijk voordeel van indexeringen genoemd dat ze de geloofwaardigheid van het monetaire beleid vergroten. Dit heeft te maken met een tijdsinconsistentieprobleem. Bij de uitgifte van staatsschuld heeft de overheid er belang bij om de inflatieverwachtingen te temperen, zodat zij slechts een lage nominale rente hoeft te betalen. Zodra er echter een omvangrijk bedrag aan staatsschuld uitstaat, heeft de overheid voordeel bij het reduceren van de reële waarde hiervan door middel van inflatie. Indexatie van staatsschuld verwijdert dit tijdsinconsistentieprobleem. Weginfleren kan immers niet meer.

Voor een klein land in de eurozone verandert het tijdsinconsistentieprobleem in een meelift-probleem. Zolang de inflatieontwikkelingen in de grote lidstaten gematigd zijn, profiteert een klein land van de lage Europese nominale rente, ongeacht het verloop van de eigen inflatie. De Fisher-vergelijking gaat lokaal immers niet meer op: een bovengemiddelde lokale inflatieverwachting leidt niet tot een navenant hogere Europese rente. Bovendien straffen de Europese obligatiemarkten inflatieverrassingen in de kleine lidstaten niet meer af door een hogere risicopremie te eisen. Hierdoor krijgt de minister van Financiën met conflicterende belangen te maken. Een inflatoir begrotingsbeleid of een stijging van het overheidsaandeel in de inflatie reduceert de reële rente die de schatkist moet betalen op de staatsschuld en verlaagt de staatsschuldquote, zie Arnold (2003). Vanuit het nauwe perspectief van de overheidsfinanciën is dat een goede zaak. Diezelfde inflatie verslechtert echter de concurrentiepositie, hetgeen slecht is voor de economie als geheel.

### Geen business case

Het meelift-probleem verklaart ook waarom er geen business case voor de invoering van indexeringen valt te maken. De EMU-lidstaten met de hoogste en meest variabele inflatie zijn de afgelopen jaren op perverse wijze beloofd met de laagste reële rente. De positieve inflatierisicopremie die landen met een onafhankelijk monetair beleid normaliter betalen op hun nominale staatsobligaties is bij de meelifters dan ook omgeslagen in een negatief renteverskil. Indexeringen zouden kleine EMU-landen de speelruimte ontnemen om door binnenlandse

prijsprijving de reële rente op de staatsschuld te verlagen. Iedereen kan inzien dat dit niet in het belang van de schatkistbewaarder is. Er is dus geen business case. Het publieke belang is er echter wél bij gebaat dat de overheid niet meewerkt aan prijsprijving. Een substantiële emissie van indexeringen, gekoppeld aan de eigen inflatie, zorgt ervoor dat de overheid niet in de verleiding komt haar staatsschuld weg te infleren. De belangen worden zo gelijkgeschakeld: zowel vanuit het perspectief van de overheidsfinanciën als dat van de economie als geheel wordt een lage binnenlandse inflatie wenselijk.

### Pensioenperspectief

De aard van het Nederlandse inflatierisico binnen de muntunie heeft consequenties voor onze pensioenfondsen. De hierboven besproken persistentie van inflatieverschillen impliceert dat de lokale inflatie meerdere jaren boven het inflatiegemiddelde in de eurozone kan uitstijgen. Aangezien dit nauwelijks wordt verdisconteerd in de Europese nominale lange rente, resulteert een geringe doch gestage erosie van het reële rendement. Er is bovendien geen enkele garantie dat lage reële rendementen nu worden gecompenseerd door hogere reële rendementen in de toekomst. De introductie van indexeringen die zijn gekoppeld aan de Nederlandse inflatie biedt pensioenfondsen de mogelijkheid om zich tegen dit risico te beschermen. Als de Nederlandse staat zich op deze wijze zou financieren, zouden de pensioenfondsen er bovendien geruster op kunnen zijn dat de overheid haar budgettaire problemen niet afwentelt op de pensioenfondsen.

### Conclusie

Hopelijk geeft de Nederlandse staat binnenkort haar eerste indexering uit. Niet omdat het voordelig is voor de schatkist, maar omdat het in het publiek belang is. Het onzekere inflatieperspectief van een klein land in de eurozone maakt de introductie van een waardevaste titel wenselijk. Bovendien heeft de introductie een gunstige uitwerking op de prikkel tot inflatiebeheersing bij de Nederlandse overheid. ■

### Ivo Arnold

#### Literatuur

- Altissimo, F., P. Beningo & D.R. Palenzuela (JAAR) *Long-run determinants of inflation differentials in a monetary union*. NBER working paper 11473, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- AMECO (2005) [http://europa.eu.int/comm/economy\\_finance/indicators/annual\\_macro\\_economic\\_database/ameco\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/economy_finance/indicators/annual_macro_economic_database/ameco_en.htm).
- Angeloni, I. & M. Ehrmann (2004) *Euro Area Inflation Differentials*. ECB working paper 388, september, Frankfurt am Main: Europese Centrale Bank.
- Arnold, I.J.M. (2003) Meeliftende Ministers van Financiën. ESB, 8 augustus, 374-376.
- Beetsma R., & B. van Praag (2005) Garandeer koopkracht pensioenen in nieuwe wet. *NRC Handelsblad*, 22 augustus.
- Bomhoff, E.J. (1983) Indexatie van de staatsschuld. *Rotterdamse Monetaire Studies*, 12, Rotterdam: Erasmus Universiteit Rotterdam.
- Borgdorff, P.J.C. (2005) Zet pensioenstelsel niet nodeloos onder druk. *NRC Handelsblad*, 30 augustus.
- Europese Centrale Bank (2003) *Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications*. Frankfurt am Main: Europese Centrale Bank.
- Goodhart, C.A.E. (2001) What weight should be given to asset prices in the measurement of inflation? *DNB Staff Reports*, 65, Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- Wolswijk, G. & J. de Haan (2005) *Government debt management in the euro area - recent theoretical developments and changes in practices*. ECB Occasional paper 25, maart, Frankfurt am Main: Europese Centrale Bank.
- Ministerie van Financiën (2005) *Antwoord op kamervragen*, BZ05-551a, [www.minfin.nl](http://www.minfin.nl).