

Geïndexeerde staatsschuld

Gezien de hoge staatsschuld is het van groot belang te onderzoeken hoe deze schuld zo goedkoop mogelijk kan worden gefinancierd. Het indexeren van de staatsschuld, zodat beleggers worden gevrijwaard van inflatierisico en dus genoeg nemen met een lagere rente, is een mogelijkheid de rentelasten te verminderen. Een bijkomend voordeel is dat de overheid niet langer in de verleiding zal komen de inflatie te laten oplopen om de reële waarde van de schuld te verminderen. De nadelen die door tegenstanders van indexatie worden genoemd, lijken grotendeels op misverstanden te berusten. Vandaar dat de auteur er voor pleit om voortaan in ieder geval een deel van de staatsleningen te indexeren.

P.A. GROENENDIJK*

Inleiding

De laatste tijd is in Nederland de financieringsmethodiek van de staatsschuld steeds meer in de belangstelling komen te staan. Dit is ook wel te verklaren, want de rentebetalingen over de staatsschuld zijn de laatste jaren uitgegroeid tot de grootste uitgavenpost van de overheid, op de onderwijsuitgaven na. Aangezien een stijging van de collectieve-lastendruk niet acceptabel wordt geacht, dreigt de ruimte voor beleidsintensivering en nieuw beleid geheel te worden ingenomen door de stijgende rentelasten. Daarnaast leidt de stijgende rentelastquote tot een grotere gevoeligheid van de begroting voor veranderingen in de binnen- en buitenlandse rentestand. De begroting wordt hierdoor in toenemende mate afhankelijk van internationale monetaire ontwikkelingen, waar Nederland geen directe invloed op heeft. Om bovengenoemde redenen zal het staatsschuldbeleid een steeds belangrijker onderdeel van het financieel-economisch beleid gaan vormen. De hoofd-doelstelling van het staatsschuldbeleid moet zijn stabilisatie dan wel vermindering van de rentelasten.

Een financieringsmethode voor de staatsschuld die leidt tot een aanzienlijke besparing op de jaarlijkse rentelasten is de geïndexeerde staatslening. Dit is een lening, waarbij de hoofdsom geïndexeerd is tegen toekomstige inflatie, dat wil zeggen dat de hoofdsom periodiek, bij voorbeeld elke zes maanden, verhoogd wordt met het percentage van de intussen opgetreden inflatie¹. In ruil voor het wegnemen van hun inflatierisico zullen de beleggers bereid zijn met een lagere couponrente genoeg te nemen. Hierin zit de besparing voor de schatkist. De Staat der Nederlanden heeft tot op heden nog geen indexleningen uitgegeven. In dit artikel wordt de wenselijkheid van het indexeren van ten minste een deel van de staatsschuld onderzocht door inventarisatie van de in de literatuur genoemde argumenten pro en contra. Ik beperk mij daarbij tot de argumenten die direct op de Nederlandse situatie van toepassing zijn en zal met name ingaan op de voor- en nadelen van indexatie voor de overheid.

Voordelen van indexatie

De volgende voordelen van indexatie voor de overheid passeren de revue:

- indexatie leidt tot lagere financieringskosten voor de overheid;
- indexatie leidt tot een betere matching van overheidsontvangsten en -uitgaven;
- indexatie kan een bijdrage leveren aan het bestrijden van inflatie;
- indexatie vergroot de flexibiliteit van de schuldpolitiek.

Daarnaast zullen nog kort de voordelen van indexatie voor het beleggende publiek en de kapitaalmarkt worden besproken.

Lagere financieringskosten

Indexatie van de staatsschuld leidt tot aanzienlijke besparingen op de financieringskosten voor de staat. Aangezien geïndexeerde leningen voor de belegger minder risicant zijn dan niet-geïndexeerde, zal hij bereid zijn met een lager rendement genoeg te nemen. Voor de staat heeft dit een verlaging van de jaarlijkse rentelasten tot gevolg. De precieze kwantificering van de omvang van de jaarlijkse besparing is een gecompliceerd probleem, omdat additionele veronderstellingen over de hoogte van de inflatierisicopremie noodzakelijk zijn. Onder de huidige omstandigheden zou de staat op een geïndexeerde lening ongeveer 6% rente moeten bieden (4% reële rente en 2% vergoeding voor lopende inflatie), terwijl op de jongste (niet-geïndexeerde) lening 9% moet worden betaald. Als de huidige

* De auteur is doctoraal student economie aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam. Hij bedankt prof. dr. E.J. Bomhoff voor zijn commentaar op een eerdere versie van dit artikel. Een uitgebreidere versie is verkrijgbaar bij de auteur.

1. Als index kan het beste de prijsontwikkeling van het bruto nationaal produkt worden gekozen, omdat de prijsindex van de particuliere consumptie te veel door de overheid kan worden gemanipuleerd (denk aan huurprijzen, indirecte belastingen, enzovoorts).

financieringsbehoefte van de staat, die 42 miljard gulden bedraagt, volledig met geïndexeerde leningen zou worden gefinancierd, levert dit dus een besparing op de jaarlijkse rentebetalingen op van 1,26 miljard gulden.

Geïndexeerde leningen zijn voor de staat dus aanzienlijk goedkoper dan normale langlopende schuld. Gezien de verwachte toeneming van de jaarlijkse financieringsbehoefte van de staat wordt de indexlening in de toekomst alleen nog voordeliger.

Betere matching van ontvangsten en uitgaven

Een tweede voordeel van indexatie voor de overheid is, dat een betere matching van overheidsontvangsten en -uitgaven mogelijk wordt, doordat indexatie het 'front-loading'-probleem oplost. Dit kan als volgt worden toegelicht.

Inflatie heeft twee effecten op de rente- en aflossingsbedragen van een lening. Enerzijds wordt de reële waarde beïnvloed, anderzijds verandert ook de verwachte verdeling in de tijd van de reële waarde. Wanneer namelijk de nominale rente een positieve inflatiepremie bevat, zit er in iedere rentebetaling een verborgen terugbetaling van een deel van de hoofdsom. In feite wordt hierdoor de looptijd van een lening bekort, hetgeen het lenen belemmert. Dit effect wordt 'front-loading' genoemd. Vanuit de overheid bekeken heeft 'front-loading' tot gevolg dat de ratio van rentebetalingen ten opzichte van verwachte belastingontvangsten in het begin van de looptijd van de lening veel hoger is dan aan het einde.

Indexatie van de staatsschuld is een instrument om beide gevolgen van inflatie tegen te gaan. Het laat de reële waarde van rente- en aflossingsbedragen onaangetaast en neemt tevens het 'front-loading'-effect weg. Voor de staat betekent dit dat de betalingen op een geïndexeerde lening aan het begin van de looptijd relatief lager en aan het einde van de looptijd relatief hoger zijn dan bij een niet-geïndexeerde lening. Hierdoor ontstaat een betere matching van overheidsontvangsten en -uitgaven. De belastingontvangsten zijn immers, net als de rentelasten, gecorreleerd met de inflatie. Aangezien het nominale bedrag van de rentebetalingen toeneemt bij inflatie, mag nu worden verwacht dat de ratio van rentebetalingen ten opzichte van verwachte belastingontvangsten ongeveer constant in de tijd zal zijn².

Het bestrijden van de inflatie

Indexatie van de staatsschuld werkt mee aan de bestrijding van inflatie, omdat het de verleiding voor de overheid wegneemt om door het voeren van een inflatoir beleid de hoge reële rente- en aflossingslasten te verminderen. Hierdoor wordt het risico dat de overheid door geforceerde inflatie zal proberen de last van haar schuld te verminderen, verkleind.

Als de staat zijn financieringsbehoefte volledig met niet-geïndexeerde leningen financiert, wordt hij bij een succesvol anti-inflatiebeleid gestraft door een hogere reële rente- en aflossingslast dan was verwacht³. Dit is voor de overheid natuurlijk geen prikkel om zich extra in te spannen om de inflatie te bestrijden. Integendeel, de overheid zou zelfs in de verleiding kunnen komen om door het opstuwen van de inflatie haar reële schuldenlast te verminderen. Zo zou zij voordeel kunnen trekken uit een onvoldoende in de rentestand verdisconteerd inflatietempo.

Indexatie neemt de verleiding om te gaan infleren weg. Immers, de hoofdsom van de uitstaande indexlening moet jaarlijks aan de inflatie worden aangepast. De reële last van de staatsschuld ligt vast en kan dus niet door veranderingen in het inflatietempo worden beïnvloed. De overheid wordt niet langer gestraft voor een succesvolle anti-inflatiepolitiek zodat het voeren van een consistent beleid wordt bevorderd.

Flexibiliteit van de schuldpolitiek

Een laatste voordeel van indexatie voor de overheid is dat de schuldpolitiek aan flexibiliteit wint.

Een flexibele schuldpolitiek is er op gericht de rentelasten te minimaliseren. Indexatie van de staatsschuld kan hieraan een grote bijdrage leveren. Door het uitgeven van geïndexeerde leningen kan de staat, ook in tijden van grote onzekerheid omtrent de toekomstige ontwikkeling van de inflatie en de rente, in zijn financieringsbehoefte voorzien zonder een extra hoge nominale rente te hoeven bieden. In het verleden heeft de minister van Financiën enkele malen tegen hoogst onaantrekkelijke condities moeten lenen ten einde het vertrouwen van de markt terug te kopen. In Engeland bleek door creatief gebruik te maken van geïndexeerde leningen het vertrouwen van de kapitaalmarkt terug te winnen zonder dat de minister van Financiën daartoe een kostbare premie, in de vorm van een hogere rente, behoeft te betalen⁴.

Ook op een andere manier kan indexatie van de staatsschuld bijdragen aan een flexibeler schuldpolitiek. Indexatie maakt namelijk langere looptijden van staatsleningen mogelijk. Bij niet-geïndexeerde leningen is het zo dat de inflatierisicopremie hoger wordt naarmate de looptijd van de lening langer is. Inflatie-risico's zijn immers steeds moeilijker in te schatten naarmate de schattingsperiode groter wordt⁵. De markt vraagt dus een premie voor onbekende inflatie-risico's in de verre toekomst. De indexlening kent geen inflatie-risico, zodat hiervoor ook geen premie meer hoeft te worden betaald. Het wordt voor de staat dus voordeliger om leningen voor een lange periode af te sluiten, ten einde zo veel mogelijk op de financieringskosten te besparen. Grotere variatie in looptijden door looptijdverlenging van een deel van de staatsschuld vermindert de kans op toekomstige spanningen op de kapitaalmarkt, omdat de aflossingsverplichtingen meer in de tijd gespreid zijn, en maakt toekomstige rentelasten beter voorspelbaar en beheersbaar. Indexleningen vergemakkelijken dus het voeren van een geëigend looptijdenbeleid, waardoor de schuldpolitiek aan flexibiliteit wint.

Voordelen voor de beleggers en de kapitaalmarkt

Het grootste voordeel van de geïndexeerde staatslening voor het beleggende publiek is dat het reële rendement op hun beleggingen vrij is van inflatie-risico. Hierdoor wordt zij door de overheid tegen geldontwaarding beschermd en worden koopkrachtverschuivingen in de vermogenssfeer van de beleggers naar de overheid door inflatie tegengegaan, hetgeen wenselijk is uit oogpunt van sociale rechtvaardigheid. Daarnaast zijn indexleningen, doordat ze de enige werkelijke lange-termijn-'hedge' tegen inflatie zijn, bij uitstek geschikt voor institutionele beleggers met reële verplichtingen, zoals pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen. Voor de buitenlandse korte-termijnbelegger bieden geïndexeerde staatsleningen mogelijkhe-

2. Zie E.J. Bomhoff, The attractions of index-linked government debt, *Kempen's Economic Monitor*, nr. 2, september 1981, blz. 1.

3. Onder een succesvol anti-inflatiebeleid versta ik hier een beleid waarbij de uiteindelijke werkelijke inflatie lager is dan de als inflatie-risicopremie in de nominale rente verdisconteerde verwachte inflatie.

4. Zo gaf de Engelse regering vlak voor de algemene verkiezingen van juni 1983 een indexlening uit die vlak na de verkiezingen convertibel was tegen een niet-geïndexeerde lening. Op deze manier konden de Engelse beleggers na verdiscontering van de verkiezingsuitslag in hun rente- en inflatieverwachtingen kiezen voor een geïndexeerde of een vastrentende lening (Rutterford, Index-linked gilts, *National Westminster Bank Quarterly Review*, November 1983, blz.17).

5. Impliciet is hier verondersteld, dat de inflatie een 'random walk' is. Als de inflatie echter naar een stationaire-toestandswaarde tendeeert, worden de inflatie-risico's juist gemakkelijker in te schatten naarmate de schattingsperiode groter wordt. De inflatie-risicopremie zal dan dalen naarmate de looptijd van de lening langer is.

den van risicodiversificatie, omdat uit de ervaringen met indexeringen in Engeland is gebleken dat de koersen van geïndexeerde leningen tegengesteld reageren op veranderingen in de wisselkoers. Een daling van de wisselkoers leidt dus tot een koersstijging van de lening, zodat het valutaverlies wordt gecompenseerd.

Een ander voordeel van geïndexeerde staatsleningen is, dat de reële en de inflatiecomponent in de nominale marktrente afzonderlijk zichtbaar worden, hetgeen de transparantie van de kapitaalmarkt vergroot en voor zowel de staat als de beleggers duidelijk maakt welke omvang het 'front-loading'-effect bij nominale leningen heeft. Niet alleen wordt door het uitgeven van indexeringen de hoogte van de reële rente zichtbaar, indexatie is ook een instrument om de reële rente te verlagen. Immers, na uitgifte van geïndexeerde staatsleningen wordt het weg-infleren van de uitstaande staatsschuld onmogelijk. Gevolg hiervan is dat de risicopremie in de reële rente kleiner wordt, waardoor de reële rente, zelfs op conventionele schulden, zal dalen.

Nadelen van indexatie

In het nu volgende gedeelte wordt een aantal nadelen van geïndexeerde staatsschuld voor de overheid besproken, die relevant zijn voor de Nederlandse situatie:

- door te indexeren capituleert de overheid voor inflatie, waardoor het vertrouwen van de buitenlandse beleggers in de staat als debiteur wordt aangetast;
- indexatie leidt tot een hogere inflatie;
- indexatie vergroot de onzekerheid van de begroting;
- indexatie leidt tot een toeneming van de kapitaalimport, hetgeen de kapitaalbalans nadelig beïnvloedt;
- indexatie beperkt de flexibiliteit van het wisselkoersbeleid.

Voorts zullen twee nadelen van geïndexeerde staatsleningen voor beleggers worden besproken.

Capitulatie voor inflatie

Een van de meest gehanteerde bezwaren tegen indexatie van de staatsschuld is dat het capitulatie voor inflatie zou betekenen. De achterliggende gedachte is dat het uitgeven van geïndexeerde staatsleningen door de overheid een geringe vastberadenheid weerspiegelt in de strijd tegen inflatie. De druk op de overheid om anti-inflationaire maatregelen te treffen verzwakt, omdat beleggers minder door de gevolgen van inflatie worden getroffen⁶. Indexatie van staatsleningen zou de weerstand tegen inflatie verzwakken.

Door voorstanders van indexatie is hiertegen vaak het argument ingebracht dat indexatie geen capitulatie voor inflatie is, maar daarentegen een stimulans kan zijn om een krachtig anti-inflatiebeleid te voeren, omdat de overheid niet langer gestraft wordt als de werkelijke toekomstige inflatie lager is dan door de markt werd verwacht. Indexering van de staatsschuld ontmoedigt dus juist het voeren van een inflatoir beleid⁷.

Het standpunt dat men uiteindelijk inneemt is afhankelijk van de vraag of men het wenselijk acht dat de overheid de mogelijkheid behoudt haar schuldenlast te verlichten door het laten oplopen van de inflatie

Tegenstanders van geïndexeerde staatsschuld wijzen er op dat door het uitgeven van indexeringen het internationale vertrouwen in Nederland kan worden aangetast. Zij zijn bang dat buitenlandse beleggers op de gedachte komen dat gewone leningen blijkbaar niet meer helpen. Het feit dat landen met hyperinflatie als Brazilië en Israël in het verleden bij wijze van noodgreep indexeringen hebben

uitgegeven, omdat zij anders geen geld hadden kunnen aantrekken, zal aan deze angst mede debet zijn. De uitgifte van geïndexeerde staatsleningen in Engeland kan echter moeilijk als een noodgreep worden gekwalificeerd. Het land geeft sinds voorjaar 1981 indexeringen uit en van enig internationaal wantrouwen is nog geen sprake gebleken.

Hogere inflatie

Een ander argument tegen de uitgifte van geïndexeerde staatsleningen is dat indexering een impuls op de inflatie zou veroorzaken. Dit kan op twee manieren geschieden: via de hogere rente- en aflossingsbedragen in tijden van hoge inflatie en via ontsparring.

In tijden van hoge inflatie nemen rente- en aflossingsbetalingen aan houders van indexeringen toe. Hierdoor nemen de consumptieve bestedingen toe, waardoor de inflatie weer toeneemt, enzovoorts. Zo ontstaat een inflatiespiraal die moeilijk te bestrijden is. Door voorstanders van indexeringen is er op gewezen dat dit proces zich slechts voordoet als de indexcompensaties jaarlijks met de rentebetalingen worden voldaan⁸. Door de inflatievergoeding bij de hoofdsom te voegen, zoals ook bij de Engelse indexeringen wordt gedaan, kan het ontstaan van een inflatiespiraal worden voorkomen.

Het uiteindelijke effect van indexatie op het niveau van de particuliere besparingen is onzeker. Uit de in de literatuur gevoerde discussie blijkt dat een bescheiden stijging van de besparingen het meest waarschijnlijk is. Een inflatoire impuls als gevolg van omvangrijke ontsparringen aan de kant van het beleggende publiek is niet te verwachten.

Het argument dat indexatie van de staatsschuld tot een hogere inflatie leidt berust, net als het argument van de capitulatie voor inflatie, op een misverstand. Genoemde argumenten gaan wel op voor indexatie van de lonen, maar bij indexatie van de staatsschuld heeft de overheid er groot belang bij om de inflatie zo gering mogelijk te houden⁹.

De begroting wordt onzekerder

Tegenstanders van indexatie van de staatsschuld dragen als een van hun bezwaren aan dat de staat door het uitgeven van indexeringen de onzekerheid voor de rijksbegroting vergroot, vanwege de onbekende hoogte van de toekomstige nominale verplichtingen inzake rente en aflossing. De staatsschuld zou zo een open-einderegeling worden.

Voorstanders van indexeringen plaatsen hier twee kanttekeningen bij. In de eerste plaats leidt ook het uitgeven van niet-geïndexeerde staatsleningen tot grote budgettaire onzekerheid. Immers als de rente stijgt, stijgen ook de herfinancieringslasten van aflopende staatsleningen. Budgettaire tegenvallers zijn het gevolg. Onzekerheid over het toekomstig betalingsverloop is dus een euvel van alle langlopende financieringen. In de tweede plaats liggen ook de toekomstige belastingontvangsten niet vast in nominale termen. Bij gegeven belastingtarieven liggen de reële belastingontvangsten wel vast. Als de overheid tot uitgifte van indexeringen zou besluiten, zijn de nominale bedragen zowel bij de ontvangsten als bij de uitgaven in hoge mate

6. OESO, *Report by the Committee on Financial Markets*, 1973, blz. 25.

7. De huidige minister van Financiën, Kok, blijkt dit argument ook te onderschrijven. "Je kunt natuurlijk zeggen dat je juist als je indexeringen afsluit, er ook extra belang bij hebt om een sterke rem op de inflatie te zetten", zei hij op 31 januari jl. in *NRC Handelsblad*, 1 februari 1990.

8. Zie J.G. Morreau, Over indexeringen, in: *Economie in overleg*, opstellenbundel aangeboden aan prof. dr. C. Goedhart, Stenfert Kroese, Leiden, 1974, blz. 266.

9. Zie E.J. Bomhoff, *Indexatie van de staatsschuld*, Rotterdamse Monetaire Studies, nr. 12, 1983, blz. 16.

met de inflatie gecorreleerd. Prognoses omtrent de omvang van het financieringstekort worden zo zelfs preciezer dan bij niet-geïndexeerde staatschuld mogelijk is¹⁰.

Een toeneming van de kapitaalimport

Bij het in 1975 in de Tweede Kamer gevoerde debat voerde de toenmalige minister van Financiën, Duisenberg, als belangrijkste bezwaar tegen de uitgifte van geïndexeerde staatsleningen aan dat door massale buitenlandse beleggingen in deze titel de kapitaalimport dermate zou toenemen dat de uitvoering van de monetaire politiek erdoor zou worden bemoeilijkt.

De indexatie-voorstanders plaatsen hier twee kanttekeningen bij¹¹. De eerste kanttekening is gebaseerd op de ervaringen met indexleningen in Engeland. In maart 1982 werden alle restricties op het houderschap van indexleningen opgeheven, zodat ook buitenlandse beleggers in de gelegenheid werden gesteld om in indexleningen te gaan beleggen¹². De koersen van de indexleningen schoten omhoog, maar de wisselkoers veranderde niet. Er bleek nauwelijks sprake te zijn van een grotere kapitaalimport. De tweede kanttekening is dat als indexleningen toch erg populair worden bij buitenlandse beleggers, de staat eenvoudig een nog lagere rente moet bieden. Door de rente te verlagen kan de overheid precies die kapitaalimport uitlokken die haar nog niet hindert bij de uitvoering van haar monetaire politiek. Tevens bespaart de overheid door de lagere rente nog meer op haar financieringskosten.

Geringere flexibiliteit van het wisselkoersbeleid

Een laatste in de literatuur genoemd nadeel van geïndexeerde staatsschuld is dat de flexibiliteit van het wisselkoersbeleid erdoor zou verminderen. De gedachte hierachter is de volgende.

Om de export te bevorderen kan de overheid tot een eenmalige substantiële depreciatie van de eigen valuta overgaan. Hierdoor ondergaat het binnenlands prijspeil een eenmalige stijging. Op dat moment worden indexleningen voor de staat ongunstiger, vanwege de hogere rente en aflossing.

Voor de Nederlandse discussie is dit argument weinig relevant, omdat de gulden vastzit aan de D-mark. Als Nederland zou besluiten om door depreciatie van de gulden deze band te verbreken zou dit het internationale vertrouwen in Nederland zeer zeker ondermijnen. Dit zou onmiddellijk voelbaar worden in een stijgende rentestand, hetgeen een verzwaring van de rentelasten zou betekenen. Verbreking van de band tussen de gulden en de D-mark is, mede om deze reden, noch gewenst, noch waarschijnlijk.

Nadelen voor de beleggers

Een angst die vooral bij het particuliere bankwezen leeft is dat er na de uitgifte van indexleningen een substitutie-effect van niet-geïndexeerde naar wel geïndexeerde staatsleningen zal optreden, omdat de indexlening een superieur produkt is. Hierdoor zal er een neerwaartse druk op de koersen van niet-geïndexeerde leningen ontstaan. Door voorstanders van indexleningen¹³ wordt hiertegen het argument ingebracht dat indexatie meewerkt aan de bestrijding van de inflatie, hetgeen gunstig is voor de koersen van niet-geïndexeerde leningen¹⁴.

Bij het in Engeland gehanteerde systeem voor de uitgifte van geïndexeerde staatsschuld wordt de hoofdsom twee maal per jaar verhoogd met het percentage van de in de zes maanden daarvoor opgetreden inflatie. De correcties vinden echter plaats met een vertraging van acht maanden. De reden hiervoor is dat op deze wijze na iedere aanpassing de eerstvolgende aanpassing al bekend is, zodat de lopende interest kan worden bepaald. Hierdoor kan ook de theoretische koers op ieder moment worden berekend. Er

ontstaat nu een technisch onvermijdelijk nadeel, namelijk dat de houder van een indexlening wel beschermd is tegen de inflatie in de acht maanden voorafgaande aan de uitgifte van de lening, maar niet tegen inflatie in de laatste acht maanden van de looptijd van de lening. De hedge tegen inflatie is dus niet perfect. Deze imperfectie zal zwaarder wegen naarmate de looptijd van de lening korter is. Bij langlopende schuld zal het effect van de acht-maands vertraging te verwaarlozen zijn.

Conclusies

De Staat der Nederlanden wordt geconfronteerd met een voortdurende stijging van zijn rentelasten. In dit artikel werd een financieringsmethode voor de staatsschuld onder de loep genomen die een grote bijdrage kan leveren aan een vermindering van de jaarlijkse rentelast: indexatie van de staatsschuld.

Indexatie blijkt voor de beleggers en de kapitaalmarkt, maar vooral ook voor de overheid grote voordelen te hebben, terwijl de in de literatuur genoemde nadelen voor een groot gedeelte op misverstanden blijken te berusten. Ik concludeer dan ook dat de voordelen van indexleningen aanzienlijk zwaarder wegen dan de nadelen.

Het is dus wenselijk om in Nederland het experiment te wagen en op korte termijn een geïndexeerde lening uit te geven. In de Tweede Kamer is hier recentelijk ook voor gepleit. Minister van Financiën Kok toonde zich in eerste instantie nog wat huiverig voor een experiment: "maar misschien ben ik de dupe van een gebrek aan geestelijke snelheid."¹⁵

Hopelijk weet de minister op korte termijn zijn geestelijke snelheid op te voeren, anders zou het dure conservatisme van Ruding wel eens gevolgd kunnen worden door de nog duurdere geestelijke traagheid van Kok.

Patrick Groenendijk

10. Idem, blz. 29.

11. Zie E.J. Bomhoff, *Indexeer de staatsschuld*, *NRC Handelsblad*, 5 maart 1990.

12. Voordien mochten alleen Engelse pensioenfondsen geïndexeerde staatsleningen aanhouden.

13. Zie E.J. Bomhoff, *Monetary uncertainty*, North-Holland, 1983, blz. 212.

14. Daarnaast is het zo dat zelfs als de waarde van de uitstaande niet-geïndexeerde schuld zou gaan dalen, de staat toch zeker aan zijn verplichtingen aan rente en aflossing zal voldoen.

15. *NRC Handelsblad*, 1 februari 1990.