

Het marktpotentieel van indexleningen

Het Ministerie van Financiën heeft zich uiterst terughoudend opgesteld tegenover het gebruik van indexleningen. De onzekerheid over de toekomstige financieringslasten speelt in deze opstelling een belangrijke rol. Daarnaast zou er geen overmatige belangstelling zijn van beleggers. Uit een schriftelijk onderzoek onder pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en banken blijkt echter dat de overheid met indexleningen op de lange termijn circa twintig procent van de staatsschuld zou kunnen financieren. Vooral aan leningen met een lange tot zeer lange looptijd bestaat behoefte.

DR. K.P. GOUDSWAARD – DR. J. DE HAAN*

Inleiding

Onlangs is de discussie over indexleningen in Nederland weer opgelaaid¹. Bij indexleningen worden de rentebetalingen en/of de hoofdsom aangepast aan de inflatie. Dergelijke leningen zijn tot dusverre verboden in Nederland. Naar aanleiding van vragen in de Tweede Kamer heeft de minister van Financiën een studie laten uitvoeren over dit onderwerp.

In de discussie over indexleningen spelen twee vragen een rol. Ten eerste of het verbod van geïndexeerde leningen door de Nederlandsche Bank moet worden gehandhaafd. In de onlangs verschenen Memorie van Toelichting van het begrotingshoofdstuk IX B maakt de minister van Financiën duidelijk dat er "uit het oogpunt van liberalisatie van de kapitaalmarkt geen overwegend bezwaar is om de huidige nog afwijzende houding tegen indexatie op de Nederlandse kapitaalmarkt te laten vallen"². Indexleningen kunnen de kapitaalmarkt verdiepen omdat het inflatierisico voor de belegger kan worden weggenomen.

Ten tweede speelt de vraag of indexleningen een zinvolle en aanvaardbare uitbreiding van het financieringsinstrumentarium van de staat vormen. Naar het oordeel van de minister is introductie van indexleningen door de staat niet gewenst. Zoals wij elders uiteen hebben gezet kunnen er aan indexleningen echter grote voordelen vastzitten, zoals looptijdverlenging van de staatsschuld en een potentiële rentelastenbesparing³. Voor zijn afwijzende opstelling voert de minister drie argumenten aan: het is de vraag of indexleningen in de huidige omstandigheden een besparing van rentelasten kunnen opleveren, indexleningen tasten de status van het Rijk als eersteklas debiteur aan en indexatie maakt de begroting meer rentegevoelig. Verder wordt in de Memorie van Toelichting gesteld dat de belangstelling voor indexleningen niet moet worden overschat: "De ervaringen in landen waar geïndexeerde schuld geïntroduceerd is, wijzen niet op een overmatige belangstelling van beleggers"⁴.

Om de belangstelling voor indexleningen in Nederland te peilen, hebben wij onlangs een schriftelijke enquête uitgevoerd onder Nederlandse financiële instellingen. In dit artikel wordt verslag gedaan van de resultaten van deze enquête. Het blijkt dat met name de belangstelling van pensioenfondsen groot is. Vervolgens zullen we ingaan op de studie van het ministerie. De argumenten op grond waarvan indexleningen worden afgewezen, achten wij niet doorslaggevend.

De onderzoeksresultaten

Het onderzoek is uitgevoerd onder grote pensioenfondsen, banken en verzekeringsmaatschappijen. Daarbij is schriftelijk een aantal vragen over indexleningen gesteld aan diegenen die verantwoordelijk zijn voor het beleggingsbeleid. De grootste instellingen hebben alle gereageerd⁵. Om enige indicatie te geven: bij de pensioenfondsen die hebben gereageerd, gaat het om een gezamenlijk balanstotaal van naar schatting meer dan f 250 miljard.

* De auteurs zijn verbonden aan respectievelijk de Rijksuniversiteit Leiden, afdeling Openbare Financiën en de Rijksuniversiteit Groningen, vakgroep Algemene Economie. De auteurs zijn prof. V. Halberstadt zeer erkentelijk voor zijn adviezen en bemiddeling bij de uitgevoerde enquête.

1. Reeds in het begin van de jaren tachtig heeft Bomhoff gewezen op de voordelen van invoering van indexleningen door de staat, zie E.J. Bomhoff, Indexatie van de staatsschuld, *Rotterdamse Monetaire Studies*, nr. 12, 1983. Recentelijk is ook in dit tijdschrift aandacht besteed aan indexleningen, zie P.A. Groenendijk, Geïndexeerde staatsschuld, *ESB*, 13 juni 1990, blz. 544-547, J.J.L. Custers, Indexleningen geen panacee voor budgettaire problemen, *ESB*, 4 juli 1990, blz. 613-616.

2. Memorie van Toelichting 1991, Begrotingshoofdstuk IX B, Tweede Kamer 1990-1991, 21 800, nr. 2, blz. 14.

3. Zie K.P. Goudswaard en J. de Haan, Voor- en nadelen van indexleningen, *Openbare Uitgaven*, nr. 5, 1990, blz. 20-26.

4. Memorie van Toelichting 1991, op.cit., blz. 14.

5. Er is toegezegd om bij de publikatie van de resultaten anonimiteit te betrachten.

Van de minder grote bedrijfspensioenfondsen werden ook diverse reacties ontvangen. De aard van de reacties van de kleinere fondsen vertoonde een duidelijke overeenkomst met die van de grote fondsen. De enquête bevatte de volgende vragen:

- vormen inflatie-geïndexeerde leningen naar uw oordeel een welkome aanvulling op het financieringsinstrumentarium van de staat?
- welke looptijden zouden indexleningen kunnen hebben?
- welk reëel rendement zouden indexleningen thans ongeveer moeten bieden bij looptijden van tien, twintig of dertig jaar?
- welke indexatietechniek zou moeten worden gehanteerd (periodieke indexatie van coupon en indexatie van hoofdsom aan het einde van de looptijd, of alleen betaling van vaste coupon plus inflatiepercentage)?
- welk gedeelte van de financieringsbehoefte zou (uitgaande van een goede verhandelbaarheid en de gewenste modaliteiten) ongeveer gedekt kunnen worden met indexleningen?

De belangrijkste resultaten worden hieronder per vraag weergegeven.

Belangstelling

Door alle pensioenfondsen wordt de vraag of indexleningen een welkome aanvulling op het financieringsinstrumentarium van de staat vormen bevestigend beantwoord. Enkele grote fondsen menen zelfs dat indexleningen een zeer welkome, zo niet onmisbare aanvulling op de beleggingsportefeuille vormen. Bij pensioenen worden meestal de lonen geïndexeerd. Indexleningen maken daarom een betere 'matching' van beleggingen en verplichtingen van pensioenfondsen mogelijk. De huidige vermogenoverschotten bij een rekenrente van 4% dienen in feite als een buffer voor een periode met oplopende (loon)inflatie. Wanneer, zoals is voorgesteld in het wetsontwerp Brede Herwaardering, pensioenfondsen belasting moeten gaan betalen over deze overschotten wordt de opbouw van reserves moeilijker gemaakt. Wanneer pensioenfondsen in indexleningen kunnen beleggen zijn deze problemen veel geringer.

Bij banken en verzekeringsmaatschappijen is sprake van minder enthousiasme, hoewel diverse instellingen opmerken dat indexleningen voor pensioenfondsen wel aantrekkelijk zijn. De verzekeringsmaatschappijen hebben verplichtingen met een nominaal karakter. Deze worden berekend met als uitgangspunt dat ieder jaar de rekenrente van 4% wordt gemaakt. Voor wat betreft het meerdere ontvangt de verzekerde een winstdeling. Bij verzekeringsmaatschappijen gaat het dus meer om 'performance' dan om 'matching', met als gevolg dat lager renderende indexleningen minder interessant zijn. Overigens wordt ook opgemerkt dat als er een goede markt ontstaat, levensverzekeraars wellicht producten willen introduceren die inflatie-geïndexeerde uitkeringen doen. Dan zal ook belegging in indexleningen volgen. Voor de introductie van nieuwe producten is echter veel tijd nodig, terwijl de behoefte moeilijk valt in te schatten.

Looptijden

Bijna alle respondenten opteren voor lange tot zeer lange looptijden. Lange termijn beleggingen passen het beste bij de verplichtingen van pensioenfondsen. Matching van 'duration' is voor pensioenfondsen hoe dan ook problematisch, omdat de 'duration' van de verplichtingen die van de diverse beleggingsvormen overtreft. Voorts speelt het inflatierisico een belangrijker rol naarmate de termijn langer is. Veruit de meest genoemde looptijden zijn twintig en dertig jaar, maar ook een looptijd van vijftig jaar wordt genoemd. Sommigen stellen dat sprake moet zijn van een

groot scala aan looptijden, om op die manier een zo compleet mogelijke markt te creëren. Diverse instellingen plaatsen de kanttekening dat er daarbij geen sprake moet zijn van een mogelijkheid tot vervroegde aflossing. De staat bedingt bij leningen met looptijden van meer dan tien jaar altijd het (eenzijdige) recht op vervroegde aflossing. Beleggers zijn echter afkerig van deze internationaal ongebruikelijke clausule.

Gewenst rendement

Het rendement dat indexleningen zouden moeten bieden hangt volgens de meeste beleggers af van de looptijd. Bij een relatief korte looptijd van tien jaar is het inflatierisico minder groot dan bij een zeer lange looptijd, zodat het rendement op indexleningen in dit geval niet veel lager zal kunnen liggen dan dat op gewone leningen. Bovendien, zo merken enkelen op, zijn beleggers gewend geraakt aan een hoge reële rente⁶. Dat wil zeggen dat indexleningen bij een looptijd van tien jaar een vast reëel rendement van 5,5 à 6% zouden moeten bieden. Bij langere looptijden is volgens de meeste respondenten een benadering van de rekenrente mogelijk⁷. Gemiddeld zou bij een looptijd van twintig jaar het rendement circa 5% moeten zijn en bij een looptijd van dertig jaar circa 4%. Een reëel rendement dat duidelijk onder de rekenrente van 4% ligt wordt over het algemeen te laag geacht.

Indexatietechniek

De reacties op de wijze van indexatie lopen vrij sterk uiteen. Dat heeft onder meer te maken met het feit dat verschillende categoriën beleggers verschillende cash-flow behoeftes hebben. Een deel van de respondenten kiest voor alleen aanpassing van de coupon, waarbij jaarlijks een vaste rente plus het inflatiepercentage wordt betaald. Dat biedt ten opzichte van aanpassing van de hoofdsom aan het einde van de looptijd als voordeel dat er op de rijksbegroting geen tijdelijke extra budgettaire ruimte ontstaat, waardoor de budgetdiscipline van de staat zou kunnen worden aangetast. Bovendien treden er geen fiscale complicaties op. Bij indexatie van de hoofdsom is dat wel het geval. Zoals in de studie van het Ministerie van Financiën wordt vermeld, wordt de indexeringsbijboeking belastbaar, wanneer deze rentedragend is, op het moment dat er rente over de bijboeking wordt betaald. De bijboeking zelf wordt echter pas aan het einde van de looptijd ontvangen⁸.

Indexatie van alleen de rentebetaling betekent echter dat het inflatierisico niet volledig wordt uitgeschakeld omdat de coupon over de nominale hoofdsom wordt berekend. Dat heeft overigens tot gevolg dat het vaste rendement in dit geval ook hoger moet zijn dan van een lening waarbij zowel hoofdsom als rentebetaling zijn geïndexeerd, hoewel het verschil bij lage inflatiepercentages niet groot is. Een deel van de respondenten kiest voor indexatie van zowel de hoofdsom als de rentebetaling om het inflatierisico geheel weg te nemen. Enkelen wijzen er op dat wanneer de hoofdsom niet is geïndexeerd het belang van de indexleningen binnen de totale beleggingen afneemt. Ten slotte is er ook een voorstander van uitsluitend indexatie van de hoofdsom, om herbeleggingsproblemen te vermijden.

6. De reële rente is historisch gezien erg onstabiel. Daarom merkt een respondent op dat de reële basisrente alleen is te bepalen via een marktproces. De ervaring in Engeland zou daarbij als voorbeeld kunnen dienen.

7. Omdat indexleningen een nieuw beleggingsobject vormen, zou bij de introductie een iets hoger reëel rendement geboden kunnen worden.

8. Memorie van Toelichting 1991, op.cit., blz. 14. Overigens treden er ook bij vervreemding problemen op.

Omvang van de markt

Enkele respondenten verwachten dat circa 10% van de jaarlijkse financieringsbehoefte (en daarmee uiteindelijk van de staatsschuld) kan worden gedekt met indexleningen. Anderen spreken over 20 à 30%. De grootste pensioenfondsen zouden een zeer substantieel deel van hun portefeuille in indexleningen willen beleggen.

Indexleningen ongunstig?

Of een indexlening voor de staat goedkoper zal zijn dan een traditionele lening kan pas worden bepaald nadat de lening is afgelost. Voorstanders van indexleningen wijzen er op dat het vereiste reële rendement op een geïndexeerde lening lager kan zijn, omdat de inflatierisicopremie kan worden uitgespaard⁹. Alleen wanneer de feitelijke inflatie veel verder oploopt dan werd verwacht op het moment van uitgifte van een niet-geïndexeerde lening, zal een gewone lening voor de staat voordeliger zijn. Deze situatie bestond in de jaren zeventig. Toen was uitgifte van indexleningen door de staat onvoordelig. Volgens de Memorie van Toelichting zijn de huidige omstandigheden in Nederland ook ongunstig, omdat er sprake is van een hoge (ex post) reële rente bij een geringe inflatie: "Gegeven het lage niveau van de inflatie is de kans dat de inflatie (substantieel) toeneemt veel groter dan dat deze (substantieel) afneemt. Dat laatste is zelfs nauwelijks mogelijk. De hoge ex post reële rente (nominale rente minus inflatie) maakt het waarschijnlijk dat beleggers met een geboden geringer reëel rendement niet tevreden zullen zijn." (blz. 15). De relevante vraag is echter hoeveel de inflatie stijgt. Hierover bestaat momenteel grote onzekerheid, die zijn oorsprong onder andere vindt in de moeilijk voorspelbare effecten van de Duitse hereniging en de crisis in het Midden-Oosten. Juist in een situatie van onzekerheid over het toekomstig verloop van de inflatie kan de uitgifte van indexleningen voordelen bieden. Het ligt immers voor de hand dat de inflatierisicopremie dan hoog is. Volgens de Memorie van Toelichting is de inflatierisicopremie in Nederland echter gering: "Het solide monetaire beleid in Nederland impliceert een lage inflatierisicopremie." (blz. 15).

Op basis van onze enquêteresultaten kunnen we een globale kostenvergelijking maken. Indexleningen met een looptijd van twintig jaar zouden op grond van het onderzoek een reëel rendement van circa 5% moeten bieden. In 1990 heeft het Rijk enkele onderhandse leningen met een looptijd van twintig jaar geplaatst (met en zonder rente-aanpassing na tien jaar). Het rendement van deze leningen bedraagt circa 9%. Dat betekent dat indexleningen met deze looptijd ongunstig voor de staat zouden uitpakken wanneer de gemiddelde inflatie over de komende twintig jaar meer dan 4% zou bedragen¹⁰. Als het met het 'solide monetaire beleid' lukt om de inflatie beneden dit peil te houden, zijn indexleningen voordeliger dan gewone leningen.

Zoals ook uit onze enquête blijkt, kan het rendement van indexleningen lager zijn naarmate de looptijd langer is. Juist bij langere looptijden is de onzekerheid over de inflatie hoog. Het wegnemen van deze onzekerheid maakt een laag rendement voor indexleningen mogelijk. Bij een looptijd van dertig jaar kan het rendement circa 4% zijn. Dat maakt het potentiële rentevoordeel voor de staat groter.

Daarmee komen we op een tweede voordeel van indexleningen dat in de Memorie van Toelichting volledig wordt genegeerd: de langere looptijden. Looptijdverlenging van de staatsschuld vormt al enige jaren een zeer belangrijke doelstelling van het financieringsbeleid¹¹. Op die manier kan een bijdrage worden geleverd aan de sterk toenemende (her)financieringslast van de schuld. Het Rijk is er de afgelopen jaren in geslaagd om de looptijden van nieuw

uitgegeven staatsleningen te verlengen. Gelet op de omvang van de aflossingsproblematiek is een verdere looptijdverlenging echter wenselijk. Er worden in Nederland nauwelijks leningen met een looptijd van meer dan tien jaar afgesloten, hoewel dat in andere landen, waaronder de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk, wel mogelijk blijkt te zijn. Blijkens een recente enquête van Bank Mees & Hope onder institutionele beleggers bestaat ook in Nederland behoefte aan langlopende leningen¹². Ons onderzoek geeft aan dat indexleningen kunnen bijdragen aan verlenging van de gemiddelde resterende looptijd van de staatsschuld.

Andere bezwaren

In de Memorie van Toelichting (blz. 15) wordt gesteld dat de uitgifte van indexleningen door de markt kan worden opgevat als een zwakbedod, waardoor de status van de Nederlandse staat als eerste klas debiteur wordt aangetaast. Indexleningen lijken immers te passen bij landen met een hoge inflatie. Ons onderzoek duidt er echter niet op dat veel institutionele beleggers de uitgifte van indexleningen door de staat als zwakbedod zouden opvatten. Bovendien zijn de ervaringen in het Verenigd Koninkrijk met indexleningen gunstig, zoals wij elders uiteen hebben gezet¹³. In Engeland worden vanaf 1981 door de staat indexleningen uitgegeven. De belangstelling van de beleggers is steeds groot geweest, met uitzondering van de banken. In 1989 was circa 12% van de uitstaande schuld geïndexeerd. Het reële effectieve rendement bedroeg in de eerste helft van de jaren tachtig tussen de 2,5% en 3%. Vanaf 1986 is het reële effectieve rendement gemiddeld circa 3,7%. De looptijden zijn over het algemeen zeer lang: gemiddeld meer dan 22 jaar. Het indexatieprogramma in Engeland heeft tot nu toe tot een duidelijke besparing op de rentelasten geleid. In de afgelopen jaren bedroeg de besparing naar schatting circa tweehonderd miljoen pond per jaar. Zoals in de Memorie van Toelichting wordt opgemerkt is echter de inflatie in Engeland in de afgelopen jaren hoger geweest en de variabiliteit groter dan in Nederland. Daardoor is de inflatierisicopremie in de rente waarschijnlijk hoger. Dat moge zo zijn, maar ondanks de toegenomen inflatie hebben de indexleningen tot nu toe een rentevoordeel opgeleverd.

Binnen de EG zijn onlangs ook in Italië en België pleidooien gevoerd voor de introductie van indexleningen door de staat¹⁴. In de Verenigde Staten worden niet door de

9. Zie E.J. Bomhoff, *Monetary Uncertainty*, Amsterdam, 1983, hoofdstuk 7.

10. Custers, op.cit., blz. 615, geeft aan dat een dergelijke vergelijking niet correct is wanneer het uitstaande bedrag van de lening elk jaar wordt opgehoogd met de opgetreden inflatie. De ophoging in eerdere jaren wordt dan ook mee-geïndexeerd, waardoor de hoofdsom steeds sneller gaat stijgen en de rentebetalingen nominaal toenemen. In de door ons voorgestane indexatievariant waarbij alleen de coupon wordt aangepast, treedt dit probleem niet op. De vaste rente bij deze indexatievorm moet echter iets hoger zijn dan bij indexatie van zowel de rentebetaling als de hoofdsom, omdat het inflatierisico niet volledig wordt uitgeschakeld.

11. Zie K.P. Goudswaard en J. de Haan, Nationale schuld, in: R. Gerritse en C.A. de Kam (red.), *Jaarboek overheidsuitgaven*, oktober 1990, hoofdstuk 5.

12. Een van de conclusies van de enquête luidt: "Als belangrijkste probleem bij belegging wordt door partijen het gebrek aan langlopend obligatiemateriaal gesignaleerd." Zie Bank Mees & Hope, *Beleggingsbeleid institutionele beleggers in jongste verleden en naaste toekomst*, 1990.

13. K.P. Goudswaard en J. de Haan, Voor- en nadelen van indexleningen, *Openbare Uitgaven*, nr. 5, 1990, blz. 20-26.

14. Zie L. Spaventa e.a., Towards a public debt policy in Italy, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, nr. 170, september 1989, blz. 253-302; Geïndexeerde obligaties, *KB Kredietbank Weekberichten*, 27 oktober 1989, blz. 1-6.

overheid, maar sinds kort wel door financiële instellingen inflatie-geïndexeerde leningen uitgegeven¹⁵.

Het meest fundamentele bezwaar tegen indexleningen is dat de begroting meer inflatiegevoelig wordt. De rentelasten gaan een open-einderegeling vormen. Voorstanders van indexleningen wijzen er op dat de belastingontvangsten ook meevariëren met de inflatie. Dat wordt in de Memorie van Toelichting voor lage inflatieniveaus niet ontkend. Bij hogere inflatieniveaus wordt het beslag van indexleningen op de budgettaire ruimte ongewenst geacht. Zoals wij hierboven echter uiteen hebben gezet, wordt het budgettaire beslag van indexleningen pas groter dan van traditionele leningen wanneer de inflatie over een lange periode gemiddeld meer dan 4 à 5% bedraagt. Wanneer dit wordt voorkomen is het meest fundamentele bezwaar uit de Memorie van Toelichting niet zwaarwegend. De totale omvang van de rentelasten is immers belangrijker dan de variabiliteit, die overigens nu ook al groot is.

Conclusie

Ons onderzoek wijst uit dat er sprake is van een duidelijke en substantiële behoefte aan indexleningen bij pensioenfondsen. Bij banken en verzekeringsmaatschappijen is dat veel minder het geval. Over het algemeen wordt gedacht aan looptijden van twintig en dertig jaar, waarbij het reële rendement respectievelijk circa 5% en circa 4% zou moeten bedragen. De reacties op hoe de indexatie moet plaatsvinden lopen uiteen, maar er lijkt geen sprake te zijn van een principiële punt. Op langere termijn zou gezien de onderzoeksresultaten wellicht 20% van de staatsschuld met indexleningen kunnen worden gefinancierd.

De Minister van Financiën heeft zich altijd een sterk tegenstander van indexleningen getoond. Er lijkt echter enige beweging in het standpunt gekomen: een verbod op de uitgifte van indexleningen wordt thans niet meer noodzakelijk geacht. Daarentegen wordt uitgifte door de staat nog steeds afgewezen. Ons onderzoek duidt er op dat die afwijzing heroverwogen zou dienen te worden. Indexleningen maken looptijdverlenging van de staatsschuld mogelijk, waarmee een bijdrage aan de beperking van de herfinancieringslast kan worden geleverd. Wanneer de inflatie in Nederland in de komende decennia gemiddeld minder dan 4 à 5% zou bedragen, is er ook sprake van een besparing op de rentelasten. Gezien het solide Nederlandse monetaire beleid moet dat mogelijk kunnen zijn. Concluderend blijft een experiment met indexleningen naar ons oordeel de moeite waard.

K.P. Goudswaard
J. de Haan

15. Zie Z. Bodie, Inflation, index-linked bonds, and asset allocation, *Journal of Portfolio Management*, winter 1990, blz. 48-53.