

Indexleningen

Van tijd tot tijd steekt het onderwerp enthousiast de kop weer op: de minister van Financiën moet gebruik gaan maken van indexleningen, dan is het Rijk veel voordeliger uit. Ik heb mij altijd verbaasd over de hardnekkigheid en de eenzijdigheid die de meeste van deze pleidooien kenmerken. De laatste tijd geldt bovendien dat los van alle principiële kanten, waarover men verschillend kan denken, dit wel zo'n beetje het allerongunstigste moment is om met zo'n instrument op de markt te verschijnen. Terwijl de rente toch al hoog is, wordt het steeds duidelijker dat de inflatie de laatste tijd weer oploopt. Wie nu een indexlening uitgeeft, moet er dus ernstig rekening mee houden dat hij binnen vrij korte tijd wordt geconfronteerd met nog hogere rente- en aflossingsverplichtingen, omdat de index zich tegen hem keert. Waar de financieringslasten op de gevestigde staatsschuld de overige rijksuitgaven toch al steeds verder verdringen, zou dat effect bij een geïndexeerde staatsschuld onder de huidige omstandigheden alleen maar worden versterkt.

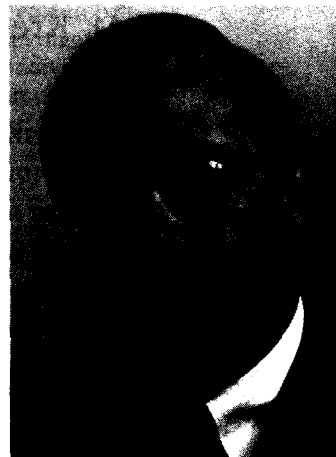
Terugkerend naar het principe rijst de vraag waarom indexleningen zulke mooie instrumenten voor de overheid zouden zijn, aannemende dat de markt-omstandigheden gunstiger zijn dan nu. Het meest gehoorde argument is dat institutionele beleggers zo graag geïndexeerd papier in hun portefeuille zouden hebben. Institutionele beleggers hebben verplichtingen jegens verzekeren die in omvang variëren met het prijspeil. Dat risico zou keurig afgedekt kunnen worden, wanneer zij in voldoende mate zouden kunnen beschikken over beleggingen waarvan de opbrengst eveneens gekoppeld is aan het prijspeil.

De overheid op haar beurt schiet hier uiteraard alleen maar wat mee op wanneer institutionele beleggers bereid zijn tot een prijsconcessie, ten einde over het zo fel begeerde beleggingsinstrument te kunnen beschikken. En juist dat laatste staat nog maar zeer te bezien. Recentelijk heeft de minister van Financiën zich tot een andere concessie aan de markt laten verleiden, namelijk het achterwege laten van het recht van vervroegde aflossing bij looptijden van meer dan tien jaar. Vergelijking met vrijwel gelijktijdig uitgegeven overheidsleningen die een dergelijke clause nog wel bevatten, leert dat de markt het gebaar van de minister met niet meer honoreerde dan enkele honderdsten van een procent renteverskil.

Maar zelfs als men van mening is dat het de moeite waard zou zijn dit nieuwe instrument te overwegen, dan nog dient men zich eerst en vooral af te vragen wat zo'n instrument, hoe aardig ook voor de financiële huishouding van de belegger, betekent voor de financiële huishouding van de overheid zelf. En daarmee komen wij bij des poedels kern. De minister van Financiën zit niet in de business van het speculeren op toekomstige prijsontwikkelingen. Voor hem heeft het aangaan van een geïndexeerde verplichting (of welke variabele verplichting dan ook) alleen maar zin als daarmee een financieel risico

wordt afgedekt dat anders gelopen zou zijn. Dus verplaatst de discussie zich naar de vraag of de rijksbegroting een stabiel verloop heeft met indexleningen dan zonder. Het antwoord op die vraag kennen wij niet, anders dan dat de minister zelf steeds als een van de argumenten tegen geïndexeerde verplichtingen heeft aangevoerd dat daardoor de budgettaire onzekerheid wordt vergroot. Kennelijk is de minister dus van mening dat hij met het aangaan van indexleningen niet een bestaand risico in de begroting afdekt, maar de begroting juist (verder) openstelt voor risico's; een mismatch dus.

Maar er is nog een reden waarom ik de aandacht voor indexleningen te eenzijdig vind. Indexleningen vormen maar een van de vele instrumenten waarover de overheid kan beschikken. De Nederlandse overheid voert ontegenzeggelijk een zeer terughoudend beleid ten aanzien van het gebruik van nieuwe instrumenten. Evenzeer is het waar dat, wanneer men naar individuele transacties kijkt, er vast wel momenten zijn aan te wijzen waarop de overheid geld had kunnen besparen wanneer gebruik zou zijn gemaakt van een tot dan toe ongebruikt instrument. De vraag is evenwel of, gelet op de totale financieringsbehoefte van de overheid, een intensief gebruik van dit soort instrumenten over een voldoende groot deel van die behoefte mogelijk was geweest. Met andere woorden, bieden de markten wel voldoende manoeuvreerruimte voor zo'n grote partij als de Staat der Nederlanden. Voor een aantal instrumenten valt in elk geval met aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid te zeggen dat dit niet het geval is. Maar dan rijst de vraag of de voordelen die wél te behalen zijn opwegen tegen het wegvalen van de voordelen van het huidige beleid. Het huidige beleid is gebaseerd op de gedachte dat een zeer terughoudende opstelling in de markt wordt opgevat als een toonbeeld van kracht, wat dan gehonoreerd zou moeten worden met per saldo lagere kosten over het totaal van de financieringsvraag. Gelet op het feit dat ook recentelijk weer de Staat der Nederlanden is uitgeroepen tot een van de beste vijf kredietrisico's ter wereld, lijkt de minister nog steeds het gelijk aan zijn zijde te hebben.



M.J.L. Jonkbaart

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'M.J.L.' with a horizontal line underneath.