

Indexleningen geen panacee voor budgettaire problemen

Sinds het midden van de jaren zeventig had de Staat beter indexleningen kunnen uitgeven dan traditionele leningen. De vraag is of indexleningen nog steeds goedkoper zijn. In dit artikel gaat de auteur in op een aantal variabelen die voor deze afweging van belang zijn. Hij komt tot de conclusie dat de Staat door het uitgeven van indexleningen rentevoordelen kan behalen, maar dat deze niet zo groot zijn als vaak wordt gedacht.

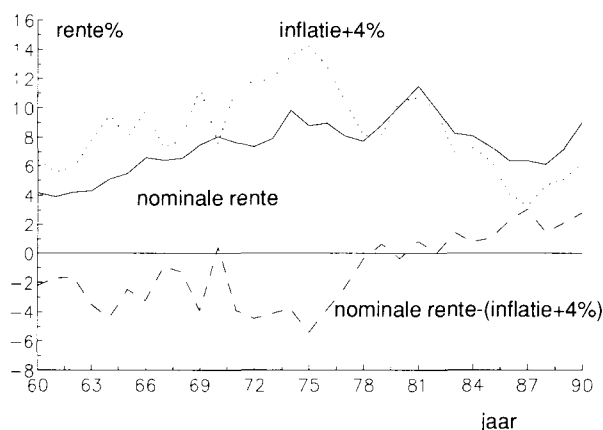
DRS. J.J.L. CUSTERS*

De minister van Financiën heeft de Tweede Kamer onlangs toegezegd te onderzoeken of het wenselijk is over te gaan tot de uitgifte van staatsleningen waarvan de hoofdsom jaarlijks wordt aangepast aan de opgetreden inflatie.

De suggestie van de Kamer is ingegeven door de huidige hoge reële rente in Nederland. Nu bedraagt bij een inflatie van circa 2% de rente op de kapitaalmarkt ongeveer 9%. Zou de minister een indexlening kunnen uitgeven met een coupon van 4%, dan leert een simpele rekensom dat hij bij een blijvend lage inflatie een voordeel van ongeveer 3% (= 9% - (4% + 2%)) zou kunnen behalen. Wordt dit afgezet tegen een financieringsbehoefte van f 45 mrd. per jaar, dan zou het voordeel in 1991 circa f 1,4 mrd. bedragen, oplopend tot ruim f 5 mrd. in 1994.

In dit artikel wordt nagegaan of de voordelen van indexleningen voor de Staat inderdaad zo groot zijn als ze op het eerste gezicht lijken. De conclusie zal luiden, dat dit niet het geval is en dat aan de uitgifte van indexleningen risico's verbonden zijn. Toch zou de Staat, door nu onder bepaalde voorwaarden indexleningen uit te geven, wel relatief bescheiden rentevoordelen kunnen behalen.

Figuur. Rente op staatsleningen; indexleningen versus traditionele leningen



Indexleningen in het verleden

Er zijn verschillende mogelijkheden waardoor kan worden bepaald of indexleningen inderdaad goedkoper zijn dan traditionele leningen.

Een veelgebruikte methode is de volgende¹: vergelijk de coupon van een traditionele lening met de coupon van een indexlening plus inflatie. Is het laatste getal kleiner dan het eerste, dan is het voordelig om indexleningen uit te geven. In de figuur is deze methode toegepast voor de afgelopen 30 jaar, waarbij de coupon van de indexlening is vastgesteld op 4%, conform de door institutionele beleggers gehanteerde rekenrente. Dan blijkt dat indexleningen tot 1982 niet voordelig zouden zijn geweest voor de Staat, daarna wel.

Een tweede methode is het vergelijken van de in totaal gedurende de looptijd van de leningen te betalen kosten². De kosten van de traditionele lening bestaan alleen uit de te betalen rentebedragen en die van indexleningen uit de rentebedragen en de toeneming van de hoofdsom. Voor de indexlening zijn er twee mogelijkheden: ofwel alleen indexatie van de hoofdsom (conform de vraagstelling van de Tweede Kamer aan de minister), ofwel van hoofdsom en rentebetalingen (conform de Britse staatsleningen). Om na te gaan of indexleningen in het verleden voordeel voor de Staat zouden hebben opgeleverd, is verondersteld dat de Staat de keuze had tussen een traditionele lening met een coupon gelijk aan de kapitaalmarktrente in het jaar van uitgifte enerzijds en een indexlening met een coupon van 4% anderzijds. Verondersteld is dat de leningomvang f 5 mrd. bedraagt en dat de leningen die zijn afgesloten voor 1980 in 1990 aflossen, terwijl leningen uitgegeven na 1980 worden verondersteld een looptijd van 10 jaar te hebben.

Op basis van deze veronderstellingen zijn berekeningen uitgevoerd. Dan blijkt (zie tabel 1), dat de Staat sinds 1976

* De auteur is werkzaam bij de Stafgroep Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland. Hij dankt drs. N. Vogelaar voor zijn commentaar op een eerdere versie. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

1. Zie onder andere: De Haan, De Kam en Sterks, Hoe minister Kok goedkoper kan lenen, *NRC Handelsblad*, 4 april 1990.

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

telkenjare (met als enige uitzondering 1988) beter leningen had kunnen uitgeven waarvan de hoofdsom wordt geïndexeerd, dan traditionele leningen.

Wanneer deze cijfers vergeleken worden met de figuur, zou op basis van de eenvoudige 'figuur-methode' voor 6 van de 30 onderzochte jaren (namelijk 1970, 1976, 1977, 1978, 1980 en 1988) onder de gemaakte vooronderstellingen een verkeerde keuze zijn gemaakt. Deze uitkomsten maken duidelijk, dat de eerstgenoemde eenvoudige methode (het vergelijken van de nominale kapitaalmarktrente in enig jaar met de inflatie in datzelfde jaar plus 4%) tot onjuiste conclusies kan leiden. Dit is ook logisch: niet alleen het voordeel in het jaar van uitgifte is namelijk van belang, maar ook het voordeel in alle daarop volgende jaren gedurende de looptijd van de lening. Een 'verlies' in de eerste jaren kan immers (meer dan) gecompenseerd worden door 'winst' in latere jaren (of omgekeerd!). In dit kader is illustratief, dat een 14-jarige indexlening, uitgegeven in een van de volgens de figuur ongunstigste jaren om indexleningen uit te geven (1976), toch een rentevoordeel zou hebben opgeleverd (onder de gestelde voorwaarden). Overigens zullen bij andere veronderstelde looptijden de resultaten ook anders zijn.

Niet alleen de looptijd, maar ook de wijze van indexering is belangrijk. Worden ook de rentebetalingen geïndexeerd,

dan zouden indexleningen pas sinds 1979 aantrekkelijker zijn geweest dan traditionele leningen. Bij het vergelijken van de totale nominale kosten van traditionele leningen met die van indexleningen wordt echter nog steeds voorbijgegaan aan een belangrijk aspect van indexleningen. Bij indexleningen wordt immers een (groot) deel van de vergoeding, namelijk de toeneming van de hoofdsom, pas op het eind van de looptijd betaald. Wanneer alleen de nominale kosten van beide leningsoorten met elkaar worden vergeleken, wordt met de verschuiving in de tijd van een deel van de vergoeding geen rekening gehouden. Dat is wél het geval, wanneer de contante waarde van beide leningsoorten met elkaar wordt vergeleken. Daarbij worden de rente- en aflossingsbedragen contant gemaakt tegen de opgetreden inflatie. Zoals uit tabel 1 blijkt, levert deze methode voor wat het verleden betreft nauwelijks andere uitkomsten op dan de eenvoudige methode, waarbij de nominale kosten bij elkaar worden opgeteld.

Geconcludeerd kan dus worden, dat, onder de gestelde voorwaarden, de Staat sinds het midden van de jaren zeventig beter indexleningen had kunnen uitgeven dan de gebruikelijke leningen. Een tweede conclusie is, dat de wijze van indexering de afweging tussen indexleningen en traditionele leningen in belangrijke mate beïnvloedt. Omdat indexering van alleen de hoofdsom slechts een gedeeltelijke bescherming biedt tegen inflatie³ en de Britten zowel hoofdsom als rentebetalingen indexeren, wordt er in het vervolg van dit artikel van uit gegaan, dat bij indexleningen zowel de hoofdsom als de rentebetalingen worden geïndexeerd. Met dit soort leningen is de Staat overigens duurder uit dan met leningen waarvan alleen de hoofdsom wordt geïndexeerd.

Tabel 1. Indexleningen in het verleden

| Jaar van uitg. | Coupon traditionele lening | Inflatie van jaar uitg. | ge-middeld | Indexleningen | | | | Traditionele leningen | |
|----------------|----------------------------|-------------------------|------------|-------------------------|-----|--------------------------|------|-----------------------|------|
| | | | | alleen hfd.som geïndex. | | hfd.som + rente geïndex. | | NK | CW |
| | | | | NK | CW | NK | CW | | |
| (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) |
| 1960 | 4,25 | 2,4 | 4,6 | 25,1 | 8,2 | 33,2 | 11,0 | 11,4 | 4,7 |
| 1961 | 4,0 | 1,6 | 4,7 | 24,5 | 8,1 | 32,2 | 10,8 | 10,8 | 4,4 |
| 1962 | 4,25 | 1,9 | 4,8 | 24,0 | 7,9 | 31,5 | 10,6 | 11,3 | 4,5 |
| 1963 | 4,25 | 3,8 | 4,9 | 23,4 | 7,8 | 30,7 | 10,4 | 10,7 | 4,3 |
| 1964 | 5,0 | 5,5 | 4,9 | 22,6 | 7,7 | 29,4 | 10,2 | 11,5 | 4,8 |
| 1965 | 5,5 | 4,0 | 4,9 | 21,5 | 7,6 | 27,6 | 10,0 | 11,9 | 5,1 |
| 1966 | 6,5 | 5,8 | 4,9 | 20,6 | 7,5 | 26,4 | 9,8 | 12,8 | 5,7 |
| 1967 | 6,5 | 3,3 | 4,9 | 19,6 | 7,5 | 24,7 | 9,6 | 12,5 | 5,7 |
| 1968 | 6,5 | 3,8 | 5,0 | 18,9 | 7,4 | 23,7 | 9,4 | 12,2 | 5,6 |
| 1969 | 7,5 | 7,4 | 5,0 | 18,2 | 7,3 | 22,7 | 9,2 | 12,9 | 6,0 |
| 1970 | 8,0 | 3,6 | 4,9 | 17,0 | 7,2 | 20,9 | 9,0 | 13,0 | 6,4 |
| 1971 | 7,75 | 7,5 | 5,0 | 16,4 | 7,1 | 20,0 | 8,8 | 12,4 | 6,1 |
| 1972 | 7,25 | 7,8 | 4,8 | 15,3 | 7,1 | 18,4 | 8,6 | 11,5 | 5,9 |
| 1973 | 8,0 | 8,0 | 4,7 | 14,2 | 7,0 | 16,9 | 8,4 | 11,8 | 6,3 |
| 1974 | 9,75 | 9,6 | 4,5 | 13,2 | 7,0 | 15,4 | 8,2 | 12,8 | 7,3 |
| 1975 | 8,75 | 10,2 | 4,1 | 12,2 | 7,0 | 13,9 | 8,0 | 11,6 | 7,0 |
| 1976 | 9,0 | 8,8 | 3,7 | 11,1 | 7,0 | 12,4 | 7,8 | 11,3 | 7,4 |
| 1977 | 8,0 | 6,4 | 3,3 | 10,2 | 6,9 | 11,2 | 7,6 | 10,2 | 7,2 |
| 1978 | 7,75 | 4,1 | 3,1 | 9,6 | 6,9 | 10,3 | 7,4 | 9,7 | 7,1 |
| 1979 | 8,75 | 4,2 | 3,0 | 9,1 | 6,7 | 9,7 | 7,2 | 9,8 | 7,4 |
| 1980 | 10,25 | 6,5 | 2,8 | 8,6 | 6,6 | 9,1 | 7,0 | 10,1 | 7,9 |
| 1981 | 11,5 | 6,7 | 2,4 | 8,3 | 6,7 | 8,7 | 7,0 | 10,8 | 8,8 |
| 1982 | 10,0 | 5,9 | 2,0 | 8,1 | 6,8 | 8,4 | 7,0 | 10,0 | 8,5 |
| 1983 | 8,25 | 2,8 | 1,7 | 7,9 | 6,8 | 8,1 | 7,0 | 9,1 | 8,0 |
| 1984 | 8,0 | 3,3 | 1,7 | 7,9 | 6,8 | 8,0 | 7,0 | 9,0 | 7,9 |
| 1985 | 7,25 | 2,3 | 1,6 | 7,9 | 6,9 | 8,0 | 7,0 | 8,6 | 7,7 |
| 1986 | 6,25 | 0,1 | 1,6 | 7,9 | 6,9 | 8,0 | 7,0 | 8,1 | 7,2 |
| 1987 | 6,25 | -0,7 | 1,8 | 8,0 | 6,9 | 8,1 | 7,0 | 8,1 | 7,1 |
| 1988 | 6,0 | 0,7 | 2,2 | 8,2 | 6,8 | 8,4 | 7,0 | 8,0 | 6,7 |
| 1989 | 7,25 | 1,1 | 2,3 | 8,3 | 6,8 | 8,5 | 7,0 | 8,6 | 7,2 |
| 1990 | 9,0 | 2,2 | 2,5 | 8,4 | 6,8 | 8,6 | 7,0 | 9,5 | 7,9 |

NK: nominale kosten: som van alle rentebetalingen, aflossing en toeneming van de hoofdsom; CW: contante waarde van de nominale kosten (contant gemaakt tegen het inflatiepercentage); bedragen in miljarden guldens; Hoofdsom f 5 mrd; coupon indexlening 4%, coupon traditionele lening 9%; leningen uitgegeven tot 1980 worden in 1990 afgelost; leningen uitgegeven na 1980 lopen 10 jaar; Veronderstelde inflatie na 1990: 1991 2,7%, daarna 2,5%; inflatie gemiddeld: gemiddelde inflatie gedurende de looptijd van de lening.

Indexleningen in de toekomst

Het is op zichzelf wel interessant te weten, dat de Staat in het verleden flink wat geld had kunnen besparen door indexleningen uit te geven. Nuttiger is het evenwel om te weten, of dit nog steeds het geval is. Wanneer de minister van Financiën nu een keuze zou moeten maken tussen een traditionele lening of een indexlening, zijn daarbij de volgende variabelen van belang: de looptijd; de coupon; de verwachte inflatie; de verwachte nominale kosten en de contante waarde ervan; het verwachte effectieve rendement voor de belegger.

Een aspect dat bij de discussie omtrent indexleningen tot op heden nauwelijks aan bod is gekomen, is het effectieve rendement van een indexlening⁴. Dat bij een coupon van 4% en een verwachte inflatie van 2% een indexlening goedkoper is dan een traditionele lening met een coupon van 9%, behoeft weinig betoog. Het is echter de vraag of er wel een belegger bereid kan worden gevonden om tegen die voorwaarden te beleggen in een indexlening.

Veronderstel dat de inflatie de komende jaren gemiddeld 2,5% per jaar bedraagt en de minister van Financiën kiest voor een indexlening met een coupon van 4% en een looptijd van 10 jaar. Bij een leningomvang van f 5 mrd. is de Staat f 1,4 mrd. (31%) goedkoper uit dan wanneer een traditionele lening met een coupon van 9% zou zijn uitge-

3. Door vertraging van de indexering (de opgetreden inflatie is immers pas achteraf bekend), zal alleen bij toeval een perfecte bescherming tegen inflatie optreden. Van dit technische aspect wordt hier geabstraheerd.

4. Het effectieve rendement is gelijk aan de discontovoet die ervoor zorgt dat de toekomstige betalingen van rente en aflossing gelijk zijn aan het oorspronkelijk geïnvesteerde bedrag. Wanneer zowel de rentebetalingen als de hoofdsom zijn geïndexeerd, is het effectieve rendement onafhankelijk van de looptijd van de lening en gelijk aan de inflatie plus de coupon plus de inflatie vermenigvuldigd met de coupon.

geven (zie tabel 2). Het effectieve rendement van de lening bedraagt echter slechts 5,58%. Het is zeer de vraag of een belegger hier 'intrap'. Om een beetje in de buurt te komen van het rendement van een traditionele lening (9% dus), moet toch al gauw een coupon van 6% betaald worden. Van een rentevoordeel is dan echter geen sprake meer. Alhoewel de vergoeding op de indexlening dan in totaal 8,5% bedraagt (coupon plus veronderstelde inflatie) en lager is dan de vergoeding op de traditionele lening (9%, alleen rente), zijn de nominale kosten van de indexlening toch hoger dan die van de traditionele lening, omdat het uitstaande bedrag bij indexatie elk jaar wordt opgehoogd met de opgetreden inflatie. De ophoging in eerdere jaren wordt ook mee-geïndexeerd (vergelijkbaar met rente op rente). Dit betekent dat de hoofdsom steeds sneller gaat stijgen en de rentebetalingen nominaal toenemen. Het simpele regeltje: "indexeren is goedkoper als de coupon van de indexlening plus de inflatievoet lager is dan de coupon van de traditionele lening" is derhalve, zoals overigens al eerder bleek, niet correct. Nog 'erger' wordt het bij langere looptijden. Een indexlening van 30 jaar is al met een coupon van 4% duurder dan een traditionele lening met een coupon van 9% (zie tabel 2). Het rendement voor

de belegger bedraagt dan echter toch maar 6,6%. Een eerste conclusie is dan ook, dat lange indexleningen een lage coupon zullen moeten hebben wil de Staat nog enig voordeel behalen. Voor de belegger zijn ze dan echter vanwege het lage rendement onaantrekkelijk.

Stel nu dat beleggers bereid zijn maximaal 1 procentpunt effectief rendement op te offeren in ruil voor het afschuiven van het inflatierisico op de Staat. Gegeven de verwachte inflatie van 2,5% moet de coupon bijna 5,4% bedragen om een effectief rendement op te leveren van 8%. Een lening van 10 jaar blijkt bij een dergelijke coupon een verwaarloosbaar kostenvoordeel op te leveren (zie tabel 2). Bij langere looptijden is de Staat zelfs duurder uit dan met een traditionele lening. Wanneer de inflatie fractioneel hoger wordt dan gemiddeld 2,5% per jaar, is zelfs een tienjarige indexlening (coupon 5,37%) duurder dan een traditionele lening (coupon 9%). Wordt als criterium de contante waarde van alle met de lening samenhangende betalingen gekozen, dan mag de inflatie oplopen tot ongeveer 2,75% per jaar voordat een indexlening duurder wordt dan een traditionele lening. Bij langere looptijden moet de inflatie veel lager zijn dan 2,5%, wil de Staat nog enig voordeel boeken (zie tabel 2).

De tweede conclusie luidt dan ook, dat als beleggers slechts 1 procentpunt effectief rendement willen opofferen, de Staat met een indexlening al duurder uit is als de inflatie maar een fractie oploopt. Lange looptijden zijn voor de Staat helemaal niet aantrekkelijk bij een dergelijke hoge coupon.

Zullen beleggers met nominale verplichtingen waarschijnlijk nauwelijks belangstelling hebben voor indexleningen met een relatief laag rendement, beleggers met vooral reële verplichtingen, pensioenfondsen bij voorbeeld, zijn wellicht wel bereid met een lager rendement genoegen te nemen als zij het inflatierisico op de Staat kunnen afwentelen. Omdat zij bij hun rendementsberekeningen uitgaan van een rekenrente van 4%, zou de coupon van de indexlening minstens 4% moeten bedragen. Met een dertigjarige indexlening is de Staat (bij een historisch lage inflatie van 2,5% gemiddeld per jaar) duurder uit dan met een traditionele lening (met een coupon van 9%), terwijl bij een twintigjarige indexlening een schamele 6% op de rentekosten wordt bespaard (worden de betalingen contant gemaakt, dan bedraagt de besparing 11%). Alleen een tienjarige indexlening biedt een flink rentevoordeel. Daarbij moet echter de kanttekening worden geplaatst, dat het nog maar de vraag is of een pensioenfonds daadwerkelijk zal kiezen voor een reëel rendement van 4% (de indexlening) en niet voor een nominaal rendement van 9% bij een verwachte inflatie voor de komende jaren van ruim 2% (de traditionele lening). Overigens mag de inflatie bij een tienjarige indexlening oplopen tot 3,5% en bij een twintigjarige lening tot 2,75%, voordat een indexlening duurder wordt (wordt de contante waarde als maatstaf genomen dan zijn de inflatiepercentages respectievelijk 4 en 3,4, zie tabel 2). Een dertigjarige indexlening met een coupon van 4% is niet aantrekkelijk voor de Staat.

Het is duidelijk (en logisch) dat de Staat bij een lagere coupon en kortere looptijden minder risico's loopt en meer kans heeft voordelen te behalen met indexleningen. Daar staat tegenover dat voor beleggers de aantrekkelijkheid van indexleningen in die omstandigheden afneemt. Het is waarschijnlijk dat een pensioenfonds wel belangstelling zal hebben voor een dertigjarige indexlening. Die is echter voor de Staat weer onaantrekkelijk, tenzij een heel lage coupon wordt geboden (minder dan 3%). Het probleem daarbij is, dat de Staat geen traditionele dertigjarige leningen uitgeeft, zodat een onderlinge vergelijking van deze leningssoorten niet goed mogelijk is⁵.

5. In dit artikel wordt ook voor een dertigjarige lening uitgegaan van een coupon van 9%.

Tabel 2. Indexlening versus traditionele lening

| Looptijd | coupon indexlening % | gem. jaarl. inflatie % | eff. rendement % | nom. kosten voor/nadeel | | cont. waarde voor/nadeel | | |
|----------|----------------------|------------------------|------------------|-------------------------|-----|--------------------------|------|-----|
| | | | | f mrd. | % | f mrd. | % | |
| 10 jaar | 3,00 | 2,50 | 5,58 | -1,4 | -31 | -1,3 | -17 | |
| | 4,00 | | 6,60 | -0,8 | -18 | -0,8 | -11 | |
| | 5,00 | | 7,63 | -0,2 | -5 | -0,3 | -4 | |
| | 6,00 | | 8,65 | 0,3 | 8 | 0,2 | 2 | |
| 20 jaar | 3,00 | 2,50 | 5,58 | -1,9 | -21 | -2,1 | -21 | |
| | 4,00 | | 6,60 | -0,6 | -6 | -1,1 | -11 | |
| | 5,00 | | 7,63 | 0,7 | 8 | -0,1 | -1 | |
| | 6,00 | | 8,65 | 2,0 | 23 | 0,9 | 9 | |
| 30 jaar | 3,00 | 2,50 | 5,58 | -1,3 | -9 | -2,3 | -20 | |
| | 4,00 | | 6,60 | 1,0 | 7 | -0,8 | -7 | |
| | 5,00 | | 7,63 | 3,2 | 24 | 0,7 | 6 | |
| | 6,00 | | 8,65 | 5,5 | 41 | 2,2 | 19 | |
| 10 jaar | 5,37 | 2,50 | 8,00 | -0,0 | -0 | -0,2 | -2 | |
| | | | 2,52 | 8,03 | 0,0 | 0 | -0,1 | -2 |
| | | | 2,78 | 8,30 | 0,2 | 5 | 0,0 | 0 |
| 20 jaar | 5,37 | 2,50 | 8,00 | 1,2 | 14 | 0,3 | 3 | |
| | | | 1,96 | 7,44 | 0,0 | 0 | -0,4 | -4 |
| | | | 2,26 | 7,75 | 0,7 | 7 | 0,0 | 0 |
| 30 jaar | 5,37 | 2,50 | 8,00 | 4,1 | 30 | 1,3 | 11 | |
| | | | 1,61 | 7,07 | 0,0 | 0 | -0,7 | -5 |
| | | | 1,90 | 7,37 | 1,2 | 9 | 0,0 | 0 |
| 10 jaar | 4,00 | 2,50 | 6,60 | -0,8 | -18 | -0,8 | -11 | |
| | | | 3,52 | 7,66 | 0,0 | 0 | -0,3 | -4 |
| | | | 4,05 | 8,21 | 0,4 | 10 | 0,0 | 0 |
| 20 jaar | 4,00 | 2,50 | 6,60 | -0,6 | -6 | -1,1 | -11 | |
| | | | 2,76 | 6,87 | 0,0 | 0 | -0,7 | -8 |
| | | | 3,41 | 7,55 | 1,6 | 17 | 0,0 | 0 |
| 30 jaar | 4,00 | 2,50 | 6,60 | 1,0 | 7 | -0,8 | -7 | |
| | | | 2,28 | 6,37 | 0,0 | 0 | -1,2 | -10 |
| | | | 2,93 | 7,05 | 3,1 | 23 | 0,0 | 0 |

Coupon traditionele lening 9%; leningomvang f 5 mrd.;

Nominale kosten voor/nadeel: het verschil in nominale kosten (rente plus toeneming hoofdsom) van een indexlening en een traditionele lening (bij negatief getal indexlening goedkoper); %: het verschil uitgedrukt in de totale rentelasten van de traditionele lening;

Contante waarde voor/nadeel: het verschil in contante waarde (contant gemaakt tegen het inflatiepercentage) van alle met de lening samenhangende betalingen van een indexlening en een traditionele lening (bij negatief getal indexlening goedkoper); %: het verschil uitgedrukt in de contante waarde van de betalingen samenhangend met de traditionele lening;

Vetgedrukte getallen zijn de nagestreefde uitkomsten van combinaties van de coupon van de indexlening en de gemiddelde jaarlijkse inflatie.

Het bovenstaande maakt duidelijk, dat beleggers wier verplichtingen luiden in nominale bedragen, niet of nauwelijks bereid zullen zijn te beleggen in voor de Staat aantrekkelijke indexleningen (relatief korte looptijd, relatief lage coupon), tenzij zij verwachten dat de inflatie de komende periode fors zal oplopen. Hun inflatievisie zal dan duidelijk afwijken van die van de Staat (als de Staat een olopende inflatie verwacht, mag ervan worden uitgegaan dat men géén indexleningen uitgeeft). Wellicht dat beleggers met reële verplichtingen wél een relatief groot rendementsoffer willen brengen in ruil voor het overhevelen van het inflatierisico. Uiteindelijk hebben indexleningen in Groot-Brittannië zich ook in een redelijke belangstelling mogen verheugen. In dit kader past overigens de volgende kanttekening. Wanneer in een ander land en in een andere tijd een bepaalde leningvorm succesvol was, wil dat niet zeggen dat die leningvorm hier en nu ook succesvol zal zijn. In de jaren zeventig en begin jaren tachtig was de inflatie relatief hoog en nogal schommelend. In een dergelijke situatie zal een belegger eerder bereid zijn een rendementsoffer te brengen voor meer zekerheid dan in de huidige situatie van geringe, stabiele inflatie. Dit geldt temeer, daar in Nederland al jaren een solide monetair beleid wordt gevoerd, gericht op een lage inflatie. Dit beleid zal de komende jaren, zeker met het oog op de EMU, voortgezet worden. Een sterk oplopen van de inflatie ligt dan ook bepaald niet in de lijn der verwachtingen.

Afweging

Voorstanders van indexleningen roepen al jaren, dat de minister van Financiën enorme bedragen kan besparen op de rentelasten van de staatsschuld. Bovenstaande simulaties tonen echter duidelijk aan, dat er inderdaad wel voordelen kunnen worden behaald, maar dat deze bepaald niet overdreven mogen worden, dit in tegenstelling tot wat bij voorbeeld Groenendijk beweert⁶. Grote voordelen kunnen alléén worden behaald bij korte leningen en een lage coupon, maar de belangstelling van beleggers voor dat soort leningen zal, gezien het lage rendement, niet groot zijn⁷. Dit betekent dat de Staat ofwel een redelijke omvang aan indexleningen zal kunnen realiseren waarbij het voordeel voor de Staat per lening relatief beperkt is en de risico's relatief groot, ofwel dat slechts een beperkt gedeelte van de financieringsbehoefte via indexleningen wordt gedekt, waarbij het voordeel per lening relatief groot is en de risico's beperkt.

Indexleningen hebben het 'nadeel' (tevens een belangrijk financieel voordeel), dat de toeneming van de hoofdsom in één keer bij de aflossing van de lening moet worden betaald⁸. Dit betekent, dat het financieringstekort in het aflossingsjaar zwaar wordt belast, terwijl de rentelasten in de tussenliggende jaren relatief laag zijn. Het financieringstekort is in die jaren dus ook relatief laag. Het risico bestaat dat deze ruimte wordt opgevuld door een verhoging van andere uitgaven. Een beter beeld van de feitelijke kosten zou kunnen worden verkregen door de jaarlijkse toeneming van de hoofdsom in een fonds te storten. Op het einde van de looptijd van de indexlening kan dan uit dit fonds de toeneming van de hoofdsom worden betaald. Dit systeem heeft als bezwaar, dat een van de voordelen van indexleningen, namelijk het naar achteren schuiven van betalingen, op deze manier verdwijnt. De Staat doet immers net alsof de toeneming van de hoofdsom jaarlijks betaald wordt. De belegger ontvangt de toeneming echter pas op het einde van de looptijd (dit is de oorzaak van het relatief lage effectieve rendement van indexleningen).

De uitgifte van indexleningen vereist dus een grote budgettaire discipline. Wanneer de tussentijds lage financieringstekorten leiden tot hogere uitgaven, hebben indexlenin-

gen eerder een hogere dan een lagere staatsschuld tot gevolg.

Volgens Groenendijk en andere voorstanders van indexleningen zou de uitgifte van indexleningen een extra prikkel zijn om de inflatie te bestrijden⁹. De praktijk van de laatste tien jaar in ons land laat juist zien, dat het beleid van de regering en de monetaire autoriteiten bij een olopende staatsschuld gericht was (en met succes) op het terugdringen van de inflatie. Daar hebben we dus geen indexleningen voor nodig gehad. Bovendien zou een hogere inflatie tot een hogere nominale rente hebben geleid en op die manier, via hogere rentelasten, tot een hogere nominale staatsschuld.

Een ander voordeel van indexleningen zou zijn dat door indexatie overheidsontvangsten en -uitgaven beter op elkaar kunnen worden afgestemd, omdat dan zowel de inkomsten als de uitgaven nagenoeg geheel inflatiegevoelig zijn¹⁰. Bij traditionele leningen zijn de renteverplichtingen inflatie-ongevoelig. Het is echter nog maar de vraag of er dan inderdaad een betere afstemming kan plaatsvinden. Indexleningen leiden immers tot zeer lage tussentijdse (rente)betalingen en een zeer omvangrijke betaling op het einde van de looptijd, namelijk de gewone aflossing plus de toeneming van de hoofdsom. Het valt moeilijk in te zien dat de belastingontvangsten hier beter op aansluiten dan op hogere tussentijdse (rente)betalingen en een lagere eindbetaling. Bovendien is het zo, dat wanneer de inflatie gedurende de looptijd van een lening een hobbel vertoont, de belastingopbrengst tussentijds sneller stijgt. Op het einde van de looptijd moet echter een extra grote aflossing worden betaald, terwijl de belastingopbrengsten dan weer normaal toenemen.

Conclusies

De conclusie lijkt gerechtvaardigd, dat de Staat door de uitgifte van indexleningen weliswaar rentevoordelen zal kunnen behalen, maar dat deze bepaald geen miljarden zullen bedragen. Daarom zou de Staat op de onderhandse markt eens kunnen proberen, hoe groot de belangstelling voor indexleningen nu werkelijk is, met name van beleggers met reële verplichtingen. Zelfs al zouden jaarlijks slechts enkele tientallen miljoenen guldens kunnen worden bespaard, dan nog lijkt het de moeite waard dit experiment uit te voeren. Wél loopt de Staat door de uitgifte van indexleningen het risico achteraf toch duurder uit te zijn dan met een traditionele lening, vooral bij langere looptijden en een relatief hoge coupon¹¹. Geeft de Staat indexleningen met een lage coupon uit (en dus een laag effectief rendement), dan zullen beleggers met nominale verplichtingen geen belangstelling tonen.

Jos Custers

6. P.A. Groenendijk, Geïndexeerde staatsschuld, *ESB*, 13 juni 1990.

7. Het *Financieele Dagblad* van 1 februari 1990 over indexleningen: Markt niet enthousiast: Ook bij institutionele beleggers was de eerste reactie lauw. 'Pas wanneer de couponrente niet meer dan een procentpunt lager zou zijn dan de huidige 8,25%, wordt het het overwegen waard'.

8. Dit is in feite hetzelfde fenomeen als de uitgifte van een staatslening met een uitgiftekoers (ver) onder pari: de coupon kan relatief laag worden vastgesteld (dus relatief lage rentelasten gedurende de looptijd van de lening) terwijl het verschil tussen de aflossingswaarde en het stortingsbedrag ten laste van het financieringstekort in het jaar van uitgifte komt.

9. P.A. Groenendijk, op.cit., 1990.

10. Idem.

11. Zie J.J.L. Custers, Indexleningen, voordelen maar ook risico's, Het *Financieele Dagblad*, 16 mei 1990.