



## Indexleningen zijn geen alternatief voor het stabiliteitspact

**Auteur(s):**

Brits, J.H.

Oort, R.M.

*De auteurs zijn verbonden aan De Nederlandsche Bank.***Verschenen in:**

ESB, 83e jaargang, nr. 4164, pagina 635, 28 augustus 1998

**Rubriek:**

Discussie

**Trefwoord(en):**

monetaire, economie, emu, overheidsfinanciën

*Indexleningen leiden slechts tot verwarring over monetair en budgettair beleid.*

Het idee dat indexleningen een medicijn voor vele kwalen zijn, zonder ongunstige bijwerkingen, is maar moeilijk uit te roeien<sup>1</sup>. Ivo Arnold probeert in *ESB* van 12 juni 1998 deze variant op de 'free lunch' weer eens op de kaart te krijgen<sup>2</sup>. Hij betoogt dat indexleningen kostenbesparend voor regeringen zijn en kunnen dienen als prikkel in het kader van het stabiliteitspact om het financieringstekort te beperken.

*Indexleningen leiden niet tot meer geloofwaardigheid ...*

In zijn betoog gaat Arnold in op de relatie tussen het schuldmanagement van de staat en de geloofwaardigheid van het monetaire beleid. Zijn advies luidt in de EMU indexleningen te introduceren, om zo de geloofwaardigheid van het monetaire beleid te vergroten. Regeringen kunnen dan geen reële schuldvermindering meer bewerkstelligen door middel van inflatie, en de belangentegenstelling tussen de ECB (lage inflatie) en regeringen (hoge inflatie) zou verdwijnen. Dat klinkt goed, maar klopt niet. Het is de vraag in hoeverre regeringen de inflatie als instrument voor reële schuldvermindering tot hun beschikking hebben bij een onafhankelijke centrale bank als de ECB. Centrale-bankonafhankelijkheid is in essentie de oplossing voor het door Arnold geschetste probleem van tijdsinconsistentie: de overheid heeft bij de uitgifte van schuld belang bij lage en stabiele inflatieverwachtingen, en als eenmaal een omvangrijke schuld uitstaat kan de reële waarde ervan niet worden uitgehold door het opwekken van inflatie, aangezien het instrument daartoe, het monetaire beleid, door de overheid bewust uit handen is gegeven. In een omgeving met een relatief lage en stabiele inflatie in samenhang met een geloofwaardig en onafhankelijk monetair beleid, zoals in Nederland, Duitsland en straks in de EMU, is de inflatierisicopremie laag of afwezig en geniet de overheid een goede debiteurenstatus. De overheid heeft indexleningen dan niet nodig voor de financiering van haar schuld en heeft er ook weinig voordeel van. Zo bleek uit een enquête onder institutionele beleggers in 1990 dat bijvoorbeeld op een indexlening van tien jaar de vereiste vergoeding met 5,5 à 6% nauwelijks onder zou doen voor de toen geldende reële rente op nominale leningen<sup>3</sup>. Ook bij de huidige rentestanden lijkt uitgifte voor de overheid niet aantrekkelijk: in de VS bedraagt de reële rente op een tienjaars indexlening momenteel 3,8%, wat gezien de nominale rente van 5,3% een tamelijk lage inflatieverwachting zou impliceren van gemiddeld 1,5% over de komende tien jaar. De recente Franse beslissing om een indexlening uit te geven is dan ook niet ingegeven door kostenvoordelen. Met de uitgifte wil de Franse overheid naar eigen zeggen het scala aan aangeboden schuldinstrumenten uitbreiden. Vermoed wordt dat hier ook de wens om jipunkt voor andere EMU-landen te worden meespeelt.

Indien in de EMU toch tot een uitgifte op grote schaal van indexleningen zou worden overgegaan, zou dit de markten misschien zelfs wel in verwarring kunnen brengen. Het zijn immers juist landen met een hoge inflatie en geloofwaardigheidsproblemen die voordeel hebben van de uitgifte van indexleningen en soms zelfs min of meer genoodzaakt zijn om ze uit te geven. Uitgifte van indexleningen zou door de markten kunnen worden geïnterpreteerd als een zwaktebod: blijkbaar kampt het monetaire beleid met een vertrouwensprobleem.

*... en ook niet tot disciplinerende prikkels*

Een begrotingspositie die minder gevoelig wordt voor inflatie leidt niet tot gezondere overheidsfinanciën en een economie die minder gevoelig wordt voor een monetaire impuls. Het aan 'zondaars' onder het stabiliteitspact verplichten in het vervolg alleen in indexleningen te lenen zal de desbetreffende regering dan ook geen disciplinerende prikkel geven. Eerder het tegendeel. Het uitgeven van indexleningen in zijn meest gebruikelijke vorm, namelijk een indexering van de hoofdsom met renteberekening over het geïndexeerde bedrag, zal in eerste instantie tot een verlichting van de budgettaire lasten leiden<sup>4</sup>. Dit gebeurt niet alleen als de inflatie oploopt, maar zelfs bij stabiele inflatie. De inflatievergoeding die bij conventionele leningen direct wordt uitbetaald in de vorm van het verschil tussen nominale en reële rente, wordt bij dit soort indexleningen immers pas aan het einde van de looptijd aan de beleggers uitgekeerd. De lasten worden dus naar de toekomst verschoven. Hiermee zou rekening moeten worden gehouden door de budgettaire (schijn)ruimte, die ontstaat door het niet direct uitkeren van de inflatie-aanpassing van de hoofdsom, niet op te vullen maar ten goede te laten komen aan een lager tekort. Dat zal evenwel in de politieke werkelijkheid, zeker in een tegen het stabiliteitspact zondigend land, niet gauw gebeuren. En in dat geval komt de overheidsschuld uiteindelijk zelfs juist hoger uit, doordat die wel al stijgt met de inflatie terwijl de inflatievergoeding nog niet op de ruimte binnen de tekortnorm drukt. Een equivalent alternatief is om de inflatieverhoging van de hoofdsom niet op te zouten, maar direct uit te keren ('rente-indexering'). Aangevoerd kan worden dat fluctuaties in de inflatie dan tot zeer heftige fluctuaties in de rentelasten kunnen leiden, die in de optiek van Arnold wellicht de juiste incentives geven, maar voor het

management van de overheidsbegroting zeer ongewenst zijn <sup>5</sup>.

## Er zit meer achter het stabiliteitspact

Arnold neemt de directe consequenties die monetaire beleidsbeslissingen hebben voor de financiële positie van overheden als uitgangspunt voor een mogelijke belangentegenstelling tussen de ECB en regeringen. Ongenoemd, maar wellicht belangrijker, is het belang dat politici blijken te hechten aan de effecten van een stimulerend beleid op korte termijn (in feite ook een probleem van tijdinconsistentie, gerelateerd aan de verkiezingscyclus). Een expansief budgettair beleid kan op korte termijn de economische groei opjagen en de werkloosheid verminderen. Zo'n beleid kan evenwel leiden tot oververhitting, inflatie en een hogere lange rente, en zal voor de monetaire autoriteiten reden vormen om op de rem te gaan staan. Op die manier ontstaat een onevenwichtige beleidsmix met een expansief budgettair en een krap monetair beleid, en kan druk worden verwacht op de ECB om de rente niet te zeer te verhogen. De uitgifte van indexleningen doet niets af aan de verleiding van korte-termijnstimulering. Ook kan uitgifte van indexleningen niet voorkomen dat een budgettaire expansie in één of enkele EMU-landen leidt tot een rentestijging in het hele eurogebied. Het zijn dit soort mechanismen geweest die hebben geleid tot het sluiten van het stabiliteitspact <sup>6</sup>. Dat pact is geen "juridische constructie", zoals Arnold stelt. Het is een vrijwillig door alle EU-lidstaten gesloten overeenkomst om het budgettaire beleid gezond te maken en te houden. 'De Raad' die toeziet op de uitvoering, en in het uiterste geval sancties oplegt, dat zijn de lidstaten zelf. De 'peer pressure' die de lidstaten uitoefenen is een essentieel onderdeel van het pact, waar wel degelijk een prikkel tot goed gedrag van uit zal gaan.

## Slot

Indexleningen maken de EMU niet stabiel. In het belang van gezonde overheidsfinanciën moeten de overheden blijven bij conventionele leningen, vertrouwen op de ECB en het stabiliteitspact en verder de markten laten werken. Dan zit het met de geloofwaardigheid ook goed.

Zie ook I.J.M. Arnold, Naschrift: [Een pact voor het walhalla](#), *ESB*, 28 augustus 1998, blz. 636

---

<sup>1</sup> Zie voor eerdere besprekingen onder meer: E.J. Bomhoff, Indexatie van de staatsschuld, *Rotterdamse Monetaire Studies*, nr. 12, 1983; K.P. Goudswaard en J. de Haan, Voor- en nadelen van indexleningen, *Openbare Uitgaven*, nr. 5 1990; M. Damm en M. Smink, Het risico van een indexlening, *ESB*, 9 oktober 1991.

<sup>2</sup> I.J.M. Arnold, [Schuldmanagement en het stabiliteitspact](#), *ESB*, 12 juni 1998, blz. 477-479.

<sup>3</sup> P. Vlaar, [Wie wil er indexleningen uitgeven](#), *ESB*, 16 oktober 1996, blz. 855-857.

<sup>4</sup> J.H. Brits en R.M. Oort, Budgettaire consequenties van indexleningen, *Openbare Uitgaven*, nr. 2, 1997.

<sup>5</sup> J.H. Brits en R.M. Oort, op.cit.

<sup>6</sup> A.C.F.J. Houben, [Het stabiliteitspact en de begrotingsdiscipline in de EMU](#), *ESB*, 5 maart 1997, blz. 184-188.