

Indexleningen

Indexleningen staan in ons land in een kwaad daglicht. Ten onrechte, volgens de auteur van dit artikel. Ze bieden zowel kredietgevers als kredietnemers grote voordelen wat betreft het beperken van risico's. Na een uiteenzetting van het principe van indexleningen gaat de auteur in op de bezwaren die ertegen worden ingebracht. Hij besluit met een inventarisatie van interessante toepassingsmogelijkheden.

IR. W.N.J. RUST*

Indexleningen zijn leningen waarvan de rente gekoppeld is aan een index. Hoewel indexleningen niet nieuw zijn – de Massachusetts equity bills van 1742 berustten reeds op dit principe – worden zij tot op heden, zeker in ons land, nog weinig toegepast. Een oorzaak is wellicht dat er tot nu toe nauwelijks adequate rekentechnieken voor indexleningen zijn ontwikkeld. Door het gebruik van computers kan dit probleem eenvoudig worden ondervangen. Een andere oorzaak is dat er nogal wat vooroordelen ten aanzien van indexleningen leven. Het gebrek aan kennis heeft tot hinderlijke misverstanden geleid. Zo sluit het concept-voorstel voor de Wet financiering lagere overheid uitdrukkelijk het aangaan van leningen en geven van garanties voor indexleningen uit (uitgezonderd 'loonvast' hypotheken voor woonhuizen). Onduidelijk is wat de argumenten hiervoor zijn. Ook kent men de mogelijkheden van indexleningen nog onvoldoende. Dit artikel beoogt wat meer helderheid omtrent indexleningen te verschaffen.

Soorten indexleningen

De essentie van indexleningen is dat de rente gekoppeld is aan een index. Daarbij zijn verschillende indices denkbaar. Te denken is bij voorbeeld aan koppeling aan een inflatie-, loon-, consumptie- of huurindex. Het rendement van de belegger is daardoor bij een indexlening ieder jaar ongeveer gelijk aan de basisrente plus de index.

Bij een annuïteitenlening en een klimmende annuïteit ligt het rendement over een gefixeerde periode vast. Ook de betalingen van de cliënt zijn over een lange periode gefixeerd en kunnen gelijkblijvend, dalend of stijgend zijn. Bij een indexlening kan de cliënt kiezen hoeveel procent zijn betalingsgroei moet achterblijven bij de index. De aanwezigheid van een restschuld – al dan niet geïndexeerd – is mogelijk. Bij hoge indexcijfers en lange looptijden kan de schuld, zeker in de eerste jaren, stijgen en wel des te meer naarmate de betalingsgroei bij het indexcijfer achterblijft. Voor het goede begrip moet echter worden benadrukt dat niet de schuld, maar de mogelijkheid tot betalen van belang is. Het verloop van de schuld is hooguit vanuit risico-overwegingen opportuun (eventuele risico's met betrekking tot de onderliggende waarde) of vanwege emotionele of boekhoudkundige redenen.

In tabel 1 en de figuren 1 tot en met 3 wordt een en ander in een voorbeeld uitgewerkt. Kolom 1 van tabel 1 geeft

de looptijd van de lening weer. In kolom 2 wordt de ontwikkeling van de index over die periode gepresenteerd. Kolom 3 geeft de op basis van deze index berekende te betalen rente. Kolom 4 laat zien dat de betalingsgroei steeds ongeveer 1% bij de index achterblijft. Wanneer de index iemands inkomensontwikkeling representeert, heeft hij dus de zekerheid dat de groei van zijn betalingen altijd bij de groei van zijn inkomen zal achterblijven.

In figuur 1 zijn de gegevens van tabel 1 nog eens grafisch weergegeven. In figuur 2 wordt het bijbehorende schuldverloop geschetst. Bij jaar 10 is een knik in het schuldverloop zichtbaar. Deze weerspiegelt dat de index na jaar 10 is gestegen. In samenhang daarmee loopt de schuld langzamer terug. Ook bij jaar 20 zit een knik, die echter moeilijker zichtbaar is. Nu is de index gedaald en loopt de schuld sneller terug.

Figuur 3 geeft het verloop van de betalingen weer. Zoals te zien is blijft het verloop van de betalingen steeds achter bij het verloop van de index. Ter illustratie is ook geschetst hoe het verloop van de betalingen zou zijn in geval van een annuïteitenlening. De annuïteitenlening wordt vaak bestempeld als een betrekkelijk risicoloze lening. Maar zoals we zien overstijgt de betaling van de annuïteiten in jaar 10 de ontwikkeling van de index. Iets wat bij indexleningen nooit voor kan komen.

Zoals hiervoor is gememoreerd is het bij snelle indexstijging en lange looptijd mogelijk dat een stijging van de schuld optreedt. Om dit bezwaar te ondervangen zijn vier technieken ontwikkeld om schuldstijging tegen te gaan:

- werken met 'klimreserves';
- schuldmaximalisatie gerelateerd aan maximum indexscenario's;
- gebruik van indexgekoppelde reële rente;
- toepassing van verlaagde aanvangsrendementen.

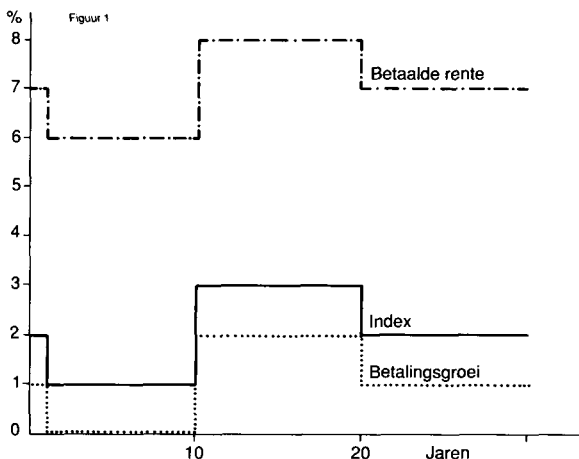
Omwillen van de beknoptheid is uitsluitend van deze laatste techniek, die volledig aansluit bij vastgoedrendementsberekeningen, een voorbeeld gegeven (zie tabel 2). Bij een indexlening met verlaagd aanvangsrendement is het uiteindelijke rendement over de looptijd gelijk aan het rendement op indexbasis. Het rendement stijgt echter van jaar tot jaar (vergelijk vastgoed-belegging). De schuld stijgt niet.

* De auteur is directeur van Fakton b.v., financiering en aktivering van onroerend goed, te Rotterdam.

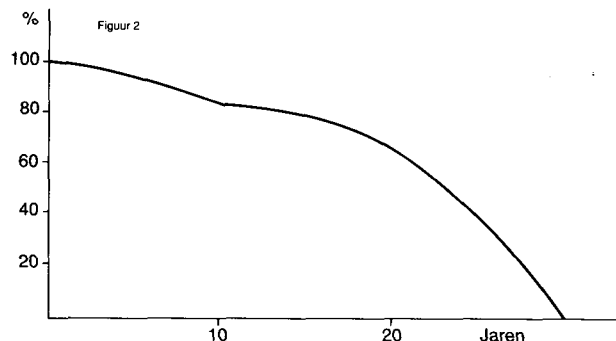
Tabel 1. Verband tussen index, te betalen rente en betalingsgroei

Jaar	Index	Rente	Betalingsgroei
1	2,00	7,00	1,00
2-10	1,00	5,95	0,01
11-20	3,00	8,05	1,99
21-30	2,00	7,00	1,00

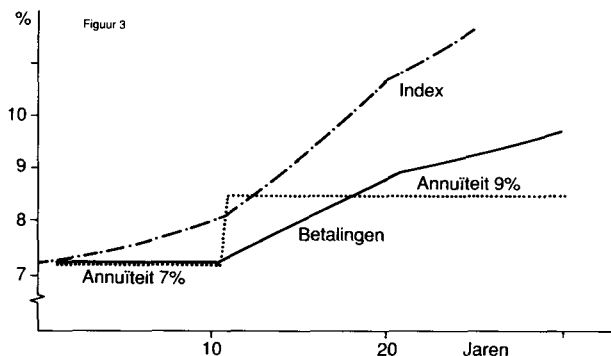
Figuur 1. Verband tussen index, te betalen rente en betalingsgroei



Figuur 2. Bijbehorend schuldverloop



Figuur 3. Bijbehorend betalingsverloop en het betalingsverloop bij een vergelijkbare annuïteitenlening (7 en 9%)



Misverstanden over indexeringen

Zoals gezegd heeft het gebrek aan kennis over indexeringen geleid tot nogal wat vooroordelen, met soms schadelijke gevolgen. In deze paragraaf zal ik puntsgewijs op de meest voorkomende misverstanden ingaan.

1. *Bij indexeringen vindt schuldbijbeschrijving plaats.* Dit is niet juist. Schuldbijbeschrijving ontstaat door bij de rente achterblijvende betalingen en treedt ook op bij een klimmende annuïteit. Afhankelijk van de afspraken bij een indexering over looptijd, index-/betalingsrelatie en restschuld, kan de schuld binnen bepaalde marges blijven, of wel (onder bepaalde condities) continu afnemen (zie het hiervoor behandelde en het voorbeeld van tabel 2).

2. *Bij een indexering volgen de betalingen van de cliënt altijd de consumptie-index, zodat zijn lasten relatief zwaar blijven.* Nee, het rendement van de financier is gekoppeld aan de index; de cliënt is vrij te kiezen hoeveel procent hij met de betalingsgroei bij de index wenst achter te blijven (zie tabel 1 en figuur 1). De formules hiervoor zijn zeer eenvoudig en begrijpelijk.

3. *Bij indexeringen is er geen zekerheid over het toekomstig betalingsverloop.* Ja/nee. Dit is een euvel van alle langlopende financieringen. Bij een annuïteitenlening met renteconversie na 10 jaar kunnen de lasten sterk stijgen zonder dat daar een inkomenwijziging tegenover staat. (Er is b.v. geen verband tussen de hoogte van de rioolrechten en de kapitaalmarktrente.) Bij indexeringen weet men echter zeker dat het betaalbaar blijft; zeker als gekozen is voor een vorm waarbij de betalingen een vast percentage

Tabel 2. Schuldverloop en rendement bij een indexlening met indexvolgend rendement, resp. verlaagd aanvangsrendement en met identieke betalingen^a

Jaar	Betaling	Indexvolgend rend. nominaal	schuldschuldverloop	verl. aanvangsrend. nominaal	schuldschuldverloop
0			100.000		100.000
1	5.957	7,12	101.164	5,69	99.734
2	6.135	7,12	102.231	5,85	99.430
3	6.319	7,12	103.191	6,01	99.083
4	6.509	7,12	104.029	6,17	98.686
5	6.704	7,12	104.732	6,33	98.232
6	6.905	7,12	105.284	6,50	97.714
7	7.112	7,12	105.667	6,67	97.122
8	7.326	7,12	105.865	6,85	96.446
9	7.546	7,12	105.857	7,02	95.673
10	7.772	7,12	105.622	7,20	94.789
11	8.005	7,12	105.138	7,38	93.780
12	8.245	7,12	104.378	7,56	92.627
13	8.493	7,12	103.318	7,75	91.309
14	8.747	7,12	101.926	7,93	89.803
15	9.010	7,12	100.174	8,12	88.082
16	9.280	7,12	98.026	8,30	86.116
17	9.558	7,12	95.447	8,49	83.870
18	9.845	7,12	92.398	8,68	81.303
19	10.141	7,12	88.836	8,87	78.370
20	10.445	7,12	84.716	9,05	75.018
21	10.758	7,12	79.990	9,24	71.189
22	11.081	7,12	74.605	9,42	66.813
23	11.413	7,12	68.503	9,60	61.812
24	11.756	7,12	61.625	9,78	56.099
25	12.108	7,12	53.904	9,95	49.570
26	12.472	7,12	45.271	10,11	42.110
27	12.846	7,12	35.648	10,26	33.586
28	13.231	7,12	24.955	10,40	23.847
29	13.628	7,12	13.104	10,48	12.717
30	14.037	7,12	0	10,38	0

a. Looptijd 30 jaar; reële rente 4%; indexatie 3%; interne rentevoet in beide gevallen 7,12%.

achterblijven bij de index. Denk hierbij ook aan de huidige leasevorm voor rijksgebouwen met voorgeprogrammeerde lastenstijging over een lange periode: zeer riskant! Huurcontracten zijn altijd onzeker.

4. *Indexleningen wakkeren de inflatie aan.* Onzin. Wel is het zo, dat de huidige hoge reële rente op de kapitaalmarkt gedrukt kan worden bij introductie van het alternatief: indexleningen. Hier kan de politiek c.q. de monetaire autoriteiten toch geen bezwaar tegen hebben?

5. *Indexleningen moeten zeer langlopend zijn.* Dit is niet noodzakelijk. Wel zal de reële rente wat hoger gesteld worden indien bij een kortlopende lening de reële rente op de kapitaalmarkt hoog is; bij lage kapitaalmarktrente zal de reële rente wat lager zijn.

6. *Indexleningen kunnen tot spanningen leiden bij een aanhoudend lage reële rente (loonvast hypotheek in 30 jaar niet opzegbaar).* Ja, aan het slot van het artikel wordt hier nog op teruggekomen.

7. *Met indexleningen gaat het altijd fout; zie het voorbeeld van het dynamische-kostprijsstelsel.* Het dkp-systeem ging juist fout omdat men geïndexeerde inkomsten wilde matchen met klassieke financieringen op de kapitaalmarkt. Duisenberg zei het tijdens de parlementaire enquête per ongeluk goed: "als minister van Financiën heb ik de pensioenfondsen in 1975 weerhouden van een groot verlies; indexleningen waren bij de toenmalige lage reële rente voor hen een strop geweest". Het dkp-systeem met achterblijvende betalingsgroei en geïndexeerd geld was echter een succes geworden.

8. *Indexleningen zijn nieuw in de Nederlandse beleggingswereld.* Nee, in feite is elke belegging in onroerend goed een soort indexlening, namelijk een indexlening met een verlaagd aanvangsrendement.

Ongelukkige start

Gezien het bovenstaande zal mijn opvatting dat indexleningen een veel ruimere toepassing verdienen dan zij nu krijgen, geen verbazing wekken. Daarom is het des te meer te betreuren dat de introductie van indexleningen in Nederland niet ideaal is geweest.

De eerste die een indexlening introduceerde was het PGGM met haar loonvast hypotheek. Dit is op zich een goed produkt. Jammer is echter dat bij de ontwikkeling nog niet ontdekt was dat betalingen achter kunnen blijven bij de index met behoud van geïndexeerde rendementen. Dat biedt de hypotheekgever meer mogelijkheden in de toekomst (betere woning) en verkleint de risico's. Een nadeel is ook dat in tijden van lage reële rente de bewoners zich gehinderd voelen door een lange contractperiode met alle bezwaren van dien. Beter ware het geweest met meer professionele marktpartijen te starten.

De huurvaste lening (eveneens van het PGGM) bestemd voor woningcorporaties geeft op lange termijn grote risico's voor een pensioenfonds met geïndexeerde verplichtingen (relatie huurverhogingen versus loonindex). Dit is gecompenseerd door een relatief hoge minimale huurindex in te bouwen, hetgeen voor de corporatie een flink risico inhoudt. Gezegd moet worden dat het PGGM zijn cliënten open benaderde en een helder inzicht gaf in de risico's, mogelijkheden en onmogelijkheden van de huurvaste lening. De doelgroep (woningcorporaties) is echter een zeer traditionele en gereguleerde marktpartij en op financieringsgebied weinig professioneel, zodat het de vraag is of nieuwe financieringsinstrumenten juist daar moeten worden geïntroduceerd.

Over de recente indexhypotheek van het KLM-pensioenfonds, een indexlening met geïndexeerde rente voor

Schema grensgebied kopen - huren

Aspect		Kopen		Huren	
Financiering	soort	ann./lin.	klimmende annuïteit	indexlening met geïnd. schuldttitel	indexlening met verlaagd aanvangsrend.
	betaling	gelijk/dalend	gefixeerd stijgend	ter keuze index	ter keuze index
	rendement	vast gedurende x jaar		per jaar gekoppeld aan index	over looptijd gekoppeld aan index
	krediet	vaak 100%	vaak 100%		altijd 100%
Eigendom		hypotheek econ.+jur. bij gebruiker	fin.lease	oper.lease	huur econ.+jur. bij belegger
Eindwaarde		gebruiker			belegger
Onderhoud		gebruiker			belegger

Opmerking: Beleggen in onroerend goed is qua financiering niets meer dan een indexlening met verlaagd aanvangsrendement en een geïndexeerde eindschuld (restwaarde).

woonhuizen, is in dit stadium nog geen afgerond oordeel te vellen.

Het zou echter onjuist zijn om op grond van de matige kwaliteit van de tot nog toe geïntroduceerde produkten de indexlening te verbieden of uit te sluiten, zoals gebeurt in het wetsvoorstel financiering lagere overheid.

Marktpotentieel

Het marktpotentieel voor indexleningen is zeer groot. Het grensgebied tussen kopen (met financiering) en huren is de laatste jaren aanzienlijk vergroot. In feite is een zeer groot overgangsgebied ontstaan, waarbij op veel aspecten een keuze kan worden gemaakt: voor wie is de eindwaarde, het onderhoud, de juridische/economische eigendom; welk financieringssysteem wordt gekozen, e.d. De grens tussen beleggen in onroerend goed en in waardepapieren (hypotheek) ligt niet meer vast. Dit schept belangrijke toepassingsmogelijkheden voor indexleningen. Bijgaand schema geeft hiervan een indruk.

Voor kredietnemers vormen indexleningen een zeer aantrekkelijk alternatief voor de huidige mogelijkheden om geld aan te trekken, zoals obligaties, aandelen, kort-geldleningen, langlopende kapitaalmarktleningen e.d. Zij zouden een essentieel onderdeel moeten vormen van de financieringsstrategie van elke treasurer, met name bij bedrijven of instellingen waar de inkomsten op lange termijn enige correlatie vertonen met de consumptie-index. Een evenwichtige lange-termijnliquiditeitsplanning vraagt om toepassing van indexleningen.

Vooralsnog zullen indexleningen waarschijnlijk het meest worden toegepast voor financieringen met een lange tot zeer lange looptijd. Naast investeringen door bedrijven in gebouwen valt zeer zeker te denken aan de centrale overheid (rijksgebouwen) en aan lagere overheden (utiliteitsbouw, wegen, grondverbetering, ziekenhuizen, riolen e.d.). Voorts aan investeringen door de PTT, de NS, energiebedrijven en aan 'ppp's voor viaducten en tunnels; stuk voor stuk investeringen waarbij de overheid met leningen en garanties betrokken is.

W.N.J. Rust