



## Wie wil er indexleningen uitgeven?

**Auteur(s):**

Vlaar, P.J.G.

*De auteur is werkzaam op de afdeling wetenschappelijk Onderzoek en Econometrie van De Nederlandsche Bank.***Verschenen in:**

ESB, 81e jaargang, nr. 4077, pagina 855, 16 oktober 1996

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

financiële, markten, beleggen, overheidsfinanciën

*Komend najaar zal de federale overheid in de VS overgaan tot de uitgifte van indexleningen. Voor Nederland is uitgifte van indexleningen vooralsnog niet aan te raden: de kosten voor de overheid zullen eerder toe- dan afnemen. Uitgifte van kortlopende leningen lijkt een beter alternatief.*

**Indexleningen zijn leningen waarbij de hoofdsom en/of de rentebetalingen geïndexeerd zijn aan de over de looptijd optredende inflatie. Aldus wordt het risico van onzekerheid omtrent de inflatie volledig gedragen door de uitgever van de lening. Dientengevolge hoeft over dergelijke leningen geen inflatierisicopremie betaald te worden, hetgeen gemiddeld zal leiden tot lagere financieringskosten. De populariteit van deze financieringsvorm neemt toe. Als een van de eerste landen heeft het VK reeds in het begin van de jaren tachtig indexleningen uitgegeven. Inmiddels vormen zij daar maar liefst 20% van de staatsschuld. Recent maakte de federale overheid van de VS bekend in het najaar indexleningen te gaan uitgeven.**

Lagere kosten door het ontbreken van een inflatierisico-premie wordt over het algemeen gezien als het belangrijkste argument voor de uitgifte van indexleningen. Andere positieve punten voor de uitgever ervan betreffen de mogelijkheid om de gemiddelde looptijd van staatsschuld te verlengen, de signaalfunctie (de uitgever verwacht in de toekomst een lagere inflatie) en de mogelijkheid om inzicht te krijgen in de marktverwachting omtrent inflatie. Argumenten om geen indexleningen uit te geven betreffen onder andere de grotere onzekerheid op de overheidsbegroting, en wederom de signaalfunctie (het uitgeven van indexleningen zou een zwakgebod zijn). Veel van deze argumenten gelden, bij een groot verschil tussen korte en lange rente, eveneens voor conventionele leningen met een korter dan gebruikelijke looptijd. In het vervolg zullen de belangrijkste voor- en nadelen van indexleningen voor de uitgever ervan mede in dit licht worden gezien.

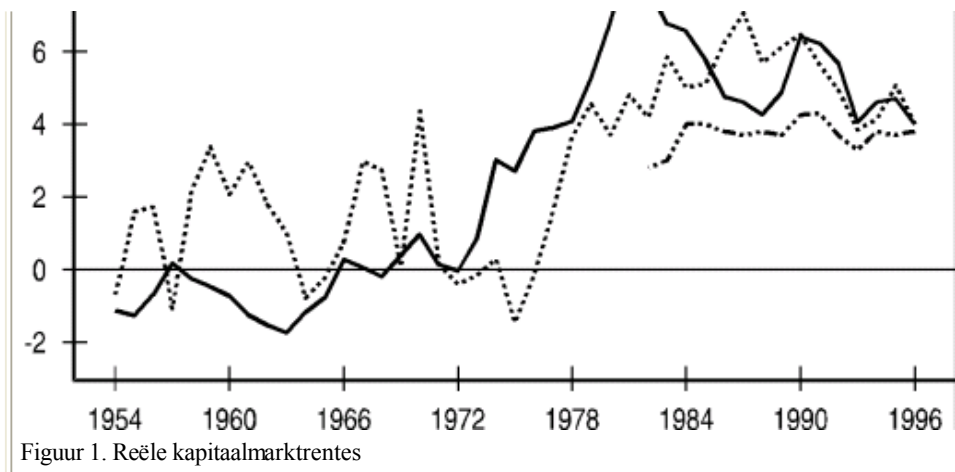
### Kostenvoordeel?

Om te kunnen bekijken of indexleningen ook voor de Nederlandse overheid een aantrekkelijk alternatief zijn, is het dus in de eerste plaats van belang om de kosten van conventionele en indexleningen met elkaar te vergelijken. Omdat de Nederlandse overheid nooit indexleningen heeft uitgegeven, zijn de werkelijke kosten ervan niet bekend. Om niettemin enig inzicht te krijgen in de aantrekkelijkheid van indexleningen voor de Nederlandse overheid is over de periode 1954-1996 de reële rente over een indexlening berekend, die zou hebben geleid tot even grote verdisconteerde kosten voor de overheid als de uitgegeven nominale leningen<sup>1</sup>.

Vanaf 1980 gaan we hierbij uit van een looptijd van tien jaar, terwijl alle leningen die afgesloten zijn voor 1970 verondersteld worden in 1980 te zijn afgelost. Als discontovoet wordt de berekende reële rente, vermeerderd met de opgetreden inflatie, genomen. De veronderstelde nominale kapitaalmarktrente en inflatie voor de jaren 1996-2006 bedragen respectievelijk 6,25% en 2,25%. De inflatievergoeding wordt verondersteld alleen over de rentebetalingen te worden gegeven (en dus niet zoals in het VK ook over de hoofdsom) vanwege een gewenste uniforme behandeling van index- en nominale leningen voor de belasting.

Met deze veronderstellingen is berekend, bij welke hoogte van de reële rente indexleningen even duur voor de overheid zouden zijn geweest als conventionele leningen. Deze 'break even'-reële rente is weergegeven in [figuur 1](#). Het blijkt dan dat in grote delen van de jaren vijftig en zestig het geboden reële rendement op een indexlening negatief geweest zou moeten zijn om tot dezelfde verdisconteerde kosten te komen als de uitgegeven nominale leningen. Dit wordt veroorzaakt door de onverwachte trendmatige stijging van de inflatie in de jaren zestig en zeventig (zie [figuur 1](#)). Omdat beleggers op voorhand geen genoegen zullen nemen met een negatief rendement, zou financiering met indexleningen in deze periode duurder geweest zijn dan de toegepaste financiering met conventionele leningen.





Begin jaren tachtig zou, omgekeerd, een zeer hoog reëel rendement geboden kunnen zijn om toch voordeliger uit te komen. De jaren tachtig kenmerkte zich dan ook door een dalende inflatie. Dit patroon lijkt erop te duiden dat financiële markten een te statische verwachting hebben omtrent het toekomstige niveau van de inflatie. Gezien de historisch gezien lage inflatie lijkt introductie van geïndexeerde schuld op dit moment dan ook minder geschikt.

### *Ervaringen in het VK*

In [figuur 1](#) is ook het gerealiseerde rendement van indexleningen in het VK weergegeven. Dit is lager dan de reële rente die de Nederlandse staat had kunnen bieden om tot even hoge financieringskosten te komen. De rente in het VK hoeft echter niet representatief te zijn voor Nederland: zowel de inflatie-onzekerheid als de kans op een overschatting door de markt van de toekomstige inflatie is in het VK vermoedelijk hoger dan in Nederland. Dit als gevolg van de relatief hoge inflatie in het verleden. Pensioenfondsen nemen genoeg met een gemiddeld lagere vergoeding op indexleningen dan op conventionele leningen, omdat hun verplichtingen luiden in reële waarde, waardoor nominale obligaties een groter risico vormen. De relatief grote inflatie-onzekerheid in het VK betekent waarschijnlijk dat Britse pensioenfondsen bereid zijn een hogere prijs te betalen voor de zekerheid op een reële opbrengst dan Nederlandse. Het hogere inflatierisico uit zich vermoedelijk slechts gedeeltelijk in een hogere nominale rente in het VK omdat voor internationale beleggers niet het inflatierisico, maar het wisselkoersrisico van belang is <sup>2</sup>. Mede gezien de relatief korte beleggingshorizon van veel internationale beleggers zijn beide risico's niet noodzakelijkerwijs gelijk. Met de verbetering van de inflatie-performance over de jaren tachtig en negentig is het relatieve kostenvoordeel van indexleningen ten opzichte van conventionele leningen in het VK beduidend afgenomen <sup>3</sup>.

### *Enquêteresultaten voor Nederland*

Dat de reële rente in het VK niet representatief hoeft te zijn voor die in Nederland blijkt tevens uit een enquête-onderzoek uit 1990, uitgevoerd onder grote pensioenfondsen, banken en verzekeringsmaatschappijen <sup>4</sup>. Hieruit bleek dat er met name bij pensioenfondsen wel belangstelling bestaat voor indexleningen, vooral indien deze een lange looptijd hebben. De vereiste vergoeding zou bij leningen met een looptijd van tien jaar echter nauwelijks onderdoen voor de toen geldende reële rente op nominale leningen (5,5% a 6% in 1990, zie [figuur 1](#)). Dit vereiste rendement ligt aanzienlijk hoger dan de toenmalige rente op tienjarige indexleningen in het VK.

Voor leningen met een looptijd van circa dertig jaar zou een benadering van de rekenrente van 4% mogelijk worden. Hierbij moet wel bedacht worden dat er in 1990 sprake was van een inverse rentestructuur en dat er in 1990 ook nog geen conventionele dertigjarige staatslening voorhanden was, waardoor er geen duidelijke referentierente was. De feitelijke omvang van het verwachte kostenvoordeel voor een dertigjarige indexlening valt dientengevolge moeilijk te bepalen op basis van deze enquête. Enig voordeel is echter wel te verwachten, aangezien bij een zeer lange looptijd het inflatierisico ook in Nederland vermoedelijk niet verwaarloosbaar is.

### **De signaalfunctie**

In het voorafgaande zijn de kosten van conventionele en indexleningen met elkaar vergeleken, op basis van de bekende rente- en inflatieontwikkeling uit het verleden. Het is echter ook mogelijk dat de uitgifte van indexleningen zelf van invloed is op de hoogte van rente en inflatie.

Tegenstanders van indexleningen hebben de uitgifte ervan vaak gezien als een teken van onvermogen om de inflatie te beteugelen. De veel voorkomende uitgifte van indexleningen door landen met hyperinflatie, neem bijvoorbeeld Israël, heeft bijgedragen aan deze negatieve beeldvorming. Dientengevolge zou de uitgifte van indexleningen gezien kunnen worden als een 'overgave' aan inflatie, waardoor ook de rente op conventionele leningen zou kunnen stijgen <sup>5</sup>. Nu ook de VS indexleningen gaan uitgeven lijkt deze negatieve beeldvorming rondom indexleningen te worden bijgesteld.

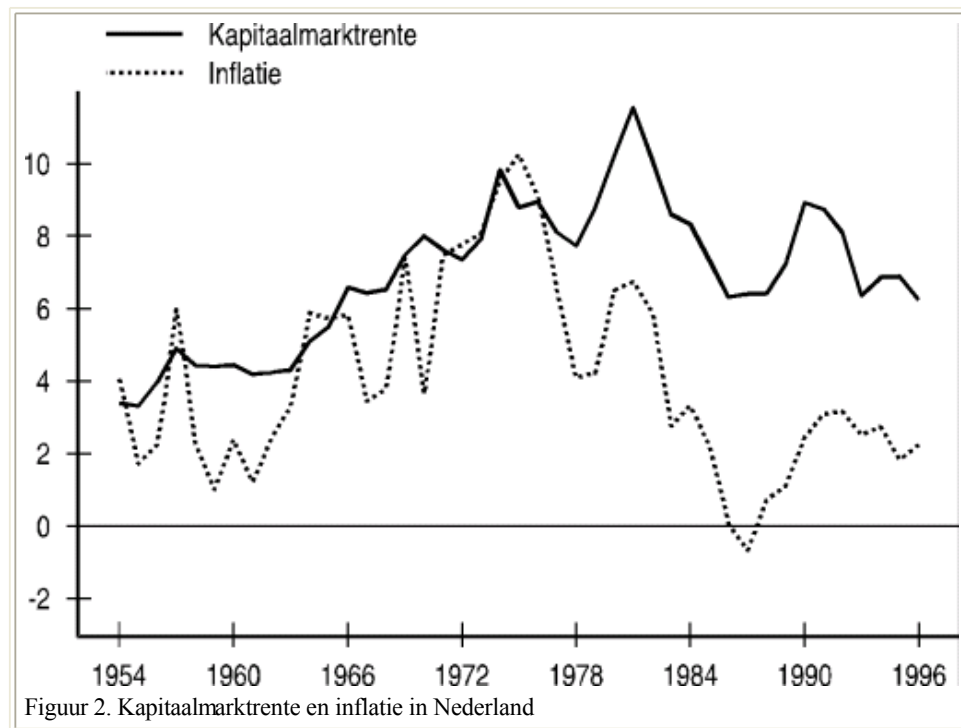
Voorstanders menen daarentegen dat er juist een positief signaal uitgaat van indexleningen. De uitgever ervan geeft immers te kennen dat hij de toekomstige inflatie laag inschat, anders zou een conventionele lening goedkoper zijn. Dit argument zal met name aan belang kunnen winnen door de komst van de EMU. Zo kunnen de autoriteiten signaleren dat zij er vertrouwen in hebben dat de euro net zo hard zal worden als de gulden en mark nu zijn. Bovendien zal een grootschalige uitgifte van indexleningen de overheid een extra prikkel geven om de inflatie laag te houden, om op die manier de rentebetalingen te drukken. Een overwegend nominale schuld zou daarentegen inflatie kunnen uitlokken aangezien dit de schuld erodeert.

Beide argumenten worden eveneens gebruikt voor conventionele leningen met een korte looptijd. Het verkorten van de looptijd wordt wel gezien als een teken van zwakte aangezien alleen landen met voldoende reputatie leningen met een lange looptijd kunnen uitgeven. Het vrijwillig verkorten van de looptijd kan echter ook als een positief signaal worden opgevat. De uitgever gaat er immers vanuit dat de

herfinanciering van de lening bij afloop geen problemen en/of hogere kosten met zich mee zal brengen.

## Indexlening of kortlopende schuld?

Als belangrijk voordeel van indexleningen wordt veelal genoemd dat deze de mogelijkheid bieden om de staatsschuld te verlengen, hetgeen de herfinancieringsrisico's beperkt. Hierbij dienen we ons af te vragen waar deze risico's uit bestaan. Gezien de reputatie van de Nederlandse staat als eerste klas debiteur zal het plaatsen van een staatslening altijd mogelijk zijn. De kosten waartegen dit kan gebeuren zijn echter onbekend. Deze kosten (de rente) worden voor een belangrijk deel bepaald door de ontwikkeling van de inflatie<sup>6</sup> (zie [figuur 2](#)). En juist het inflatierisico komt bij een indexlening geheel bij de overheid te liggen.



Daarnaast is het voorstelbaar dat een groter beroep van de overheid op de kapitaalmarkt, als gevolg van herfinanciering, de rente zal doen stijgen. Tegenover het grotere beroep staat in dat geval echter tevens een groter bedrag aan aflossingen; het netto beroep verandert er niet door. Mede gezien de internationale kapitaalmobiliteit zal het effect van een groter bruto beroep van de overheid op de kapitaalmarkt waarschijnlijk gering, zo niet afwezig, zijn. Het voordeel van verlengen met behulp van indexleningen is aldus dubieus.

Volgens voorstanders van indexleningen zouden de fluctuaties van de rentebetalingen met de inflatie juist voordelig voor de overheid zijn, aangezien de inkomsten van de overheid tevens fluctueren met de inflatie. Hier kan tegen ingebracht worden dat ook vele uitgavencategorieën fluctueren met de inflatie, zodat het totaaleffect op de begroting onduidelijk is. Indien een grotere correlatie tussen overheidsuitgaven en inflatie gewenst is kan dit bovendien ook bewerkstelligd worden door een verkorting van de staatsschuld.

Het argument dat aan indexleningen een marktverwachting omtrent de toekomstige inflatie kan worden ontleend is op dit moment voor Nederland minder relevant aangezien prijsstabiliteit in Nederland primair wordt verkregen door de strikte koppeling van de gulden aan de D-mark. Zo'n marktverwachting is vooral interessant voor landen met een onafhankelijk monetair beleid, gericht op prijsstabiliteit. In het VK wordt van deze indicator gebruik gemaakt, en ook in de VS vormt deze mogelijkheid één van de redenen om indexleningen te introduceren.

## Conclusie

Al met al lijken er twee gevallen mogelijk waarbij een indexlening voor de Nederlandse overheid voordeliger uitpakt dan een conventionele lening met overeenkomstige looptijd. De eerste mogelijkheid betreft de uitgifte van een zeer langlopende indexlening. Dit is momenteel echter niet erg aantrekkelijk, omdat de lange rente nu veel hoger ligt dan de korte rente. Hierdoor is, vergeleken met een conventionele lening met een looptijd van bijvoorbeeld zeven jaar, wel een zeer grote korting nodig om op lagere kosten uit te komen.

De tweede mogelijkheid betreft een situatie waarin de toekomstige inflatie lager uitpakt dan verwacht door de markt. Een mogelijke reden voor een te hoge inflatieverwachting zou kunnen zijn dat de markt nog twijfels heeft over de toekomstige hardheid van de euro. Leningen met een looptijd van meer dan drie jaar zouden aldus een EMU-premie bevatten. Gezien het huidige lage niveau van de nominale rente lijkt een grote overschatting door de markt van de toekomstige inflatie echter onwaarschijnlijk. Indien de overheid meer vertrouwen heeft in de toekomstige prijsstabiliteit kan zij bovendien ook een lening met een kortere looptijd uitschrijven. Het rendementsverschil tussen een drie- en een tienjarige staatslening bedraagt momenteel circa 1,5 procentpunt, zodat over de eerste drie jaar met zekerheid een groot kostenvoordeel wordt behaald. Indien de inflatie inderdaad mee blijkt te vallen kan waarschijnlijk goedkoop geherfinancierd worden, terwijl bij een tegenvallende inflatie op dat moment kan worden begonnen met de uitgifte van indexleningen.

Op het ogenblik lijkt het uitgeven van indexleningen dus weinig voordelen te hebben. Indien men een signaal wil geven aan de markt dat vertrouwen bestaat in de hardheid van de euro, kunnen in plaats van indexleningen beter kortere conventionele leningen worden uitgeschreven. Beide leenvormen hebben als nadeel dat de toekomstige rentebetalingen moeilijker in te schatten zijn, terwijl het kostenvoordeel gegeven de huidige steile termijnstructuur van de rente aanzienlijk én zeker is bij kortere financiering tegen beperkt en

**1** Een vergelijkbare analyse is uitgevoerd door J.J.L. Custers, Indexeringen geen panacee voor budgettaire problemen, *ESB*, 4 juli 1990, blz. 613-616.

**2** Ook voor Nederland kon geen verband worden aangetoond tussen inflatie-onzekerheid en de kapitaalmarktrente.

**3** Een andere verklaring voor de lage kosten van indexeringen in het VK is, dat de indexeringen een extra belastingvoordeel bieden aangezien naast de couponbetalingen tevens de hoofdsom geïndexeerd wordt, waarbij de vermogenswinst over deze hoofdsom niet belast wordt. Dit voordeel is vergelijkbaar met het niet belasten van een zero-coupon obligatie. Voor zover de index-bonds in handen zijn van belastingplichtigen kan dit een vertekening geven. Om dit probleem te omzeilen waren particulieren in eerste instantie uitgesloten van deelname aan indexeringen. Sinds 1982 staat deelname echter voor iedereen open. Sindsdien hebben particulieren, met name aan het korte eind van de markt, een aanzienlijk marktaandeel opgebouwd.

**4** K.P. Goudszwaard en J. de Haan, Het marktpotentieel van indexeringen, *ESB*, 24 oktober 1990, blz. 992-995.

**5** Dit was één van de argumenten van de Nederlandse regering om in 1990 nog geen indexeringen uit te geven.

**6** Schommelingen in de inflatie kunnen leiden tot een aanzienlijke variatie in de rentebetalingen. Zie M. Damm en M. Smink, Het risico van een indexering, *ESB*, 9 oktober 1991, blz. 1014-1017.