

Vergaderjaar 2005–2006

**30 300 IXA**

## **Vaststelling van de begrotingsstaat van de Nationale Schuld (IXA) voor het jaar 2006**

**Nr. 7**

### **BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN**

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 15 december 2005

Zoals bij behandeling van de Voorjaarsnota (Handelingen der kamer II, vergaderjaar 2004–2005, nr. 96, blz. 5776–5804) gemeld, heeft in de afgelopen periode uitgebreid onderzoek plaatsgevonden naar de wenselijkheid van de uitgifte van indexleningen voor de Nederlandse Staat. Deze brief informeert u over de uitkomsten van dit onderzoek.

Aanleiding voor het onderzoek is geweest dat verschillende landen indexleningen uitgeven of op het punt staan daarmee te beginnen. Bij het besluit van deze landen om tot uitgifte van indexleningen over te gaan, speelt een groot aantal overwegingen een rol. Te denken valt aan het onderstrepen van het inflatiebestrijdingbeleid, verwachte budgettaire voordelen, een toenemende vraag vanuit de markt en/of het bedienen van een nieuwe groep beleggers met als doel een omvangrijke schuld (goedkoper) te financieren. Voor de Nederlandse situatie zijn vooral de behoefte aan indexleningen vanuit de pensioenfondsen en de betekenis van indexleningen voor de overheidsbegroting (de hoogte en stabiliteit van de (reële) rentelasten en het EMU-saldo) relevant.

Gebleken is dat er vanuit de pensioenfondsen belangstelling bestaat voor indexleningen. Op dit moment komt de belangstelling voort uit de diversificatiemogelijkheden die indexleningen bieden voor de beleggingsportefeuille. Concreet zorgt de toevoeging van indexleningen aan de portefeuille voor een lager risico bij gelijkblijvend rendement. De kans is aanwezig dat de algemene tendens naar een marktwaardering van verplichtingen de pensioenfondsen er in de toekomst toe zal aanzetten hun bezittingen en verplichtingen beter op elkaar te laten aansluiten (zogenaamde matching). Indexleningen vormen hiervoor een geschikt instrument. Hierdoor zou de vraag naar indexleningen verder kunnen toenemen. Ook onder de huidige omstandigheden wordt evenwel voldoende vraag naar indexleningen verwacht om deze tegen een marktconforme prijs te kunnen uitgeven.

Ten aanzien van de betekenis van indexleningen voor de overheidsbegroting is een aantal zaken van belang. De uitgifte van indexleningen zorgt ervoor dat de rentelasten in de begroting nadrukkelijker gaan meebewegen met de inflatie. Deze gevoeligheid van de rentelasten voor inflatie past in principe goed in de begrotingssystematiek. Onderdeel van deze systematiek is immers een uitgavenkader waarbij de reële uitgaven jaarlijks op basis van inflatieverwachtingen nominaal worden gemaakt. Bezien vanuit de begroting is het dan ook logisch de rentelasten jaarlijks te laten meeademen met de inflatie.

In het geval van indexleningen worden echter niet de rentelasten met inflatie geïndexeerd maar de veel grotere hoofdsom. Om, in lijn met het uitgavenkader, de rentelasten te laten meebewegen met de inflatie zijn indexleningen daarom niet het geijkte instrument. Bovendien fluctueren de rentelasten in de begroting ook zonder de uitgifte van indexleningen al met de inflatie. Deze fluctuatie komt tot stand omdat jaarlijks een deel van de schuld opnieuw wordt gefinancierd. De herfinancieringen staan bloot aan renteveranderingen, die onder andere worden veroorzaakt door veranderingen in de inflatie. Daarbij komt nog de financiering van het begrotingstekort dat, evenals de herfinanciering, tegen de dan geldende rente moet worden gefinancierd.

Voor de stabiliteit van de begroting als geheel zijn er geen overtuigende argumenten voor de uitgifte van indexleningen gebleken. Uitgangspunt was dat als het begrotingssaldo positief reageert op inflatie, indexleningen kunnen worden benut om het inflatierisico waaraan de begroting is blootgesteld tegen te gaan. Onderzoek suggereert dat er een positieve correlatie is tussen begrotingssaldo en inflatie. De correlatie is echter niet robuust en op korte termijn bovendien onzeker. Uitgifte van indexleningen brengt daarom het risico met zich mee dat het effect van de inflatie op de begroting wordt versterkt in plaats van geneutraliseerd.

Zo gezien, komen indexleningen alleen in aanmerking als ze een efficiënte financiering van de overheidsschuld bevorderen. Dat zou het geval zijn als de toevoeging van indexleningen aan de schuldportefeuille leidt tot een daling van de kosten bij gelijkblijvend risico, of tot een daling van het risico bij gelijkblijvende kosten. Tot op heden is dit niet het geval. Indexleningen vormen daarom vooralsnog geen aantrekkelijk financieringsinstrument voor de Nederlandse Staat. Uitgifte ervan is in de nabije toekomst dan ook niet aan de orde.

De Minister van Financiën,  
G. Zalm