

Vergaderjaar 2008–2009

## 31 700 IXA

## Vaststelling van de begrotingsstaat van de Nationale Schuld (IXA) voor het jaar 2009

### Nr. 4

### BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 26 september 2008

Tijdens de behandeling van het wetgevingsoverleg (31 444 IXB/31 066, nr. 8) is gevraagd naar een update van de studie naar indexleningen, die het ministerie van Financiën in 2005 in samenwerking met het Centraal Planbureau en De Nederlandsche Bank heeft uitgevoerd. Daarbij is specifiek aandacht gevraagd naar 1) de risico's van indexleningen voor de overheid, 2) de invloed van indexleningen op de stabiliteit van het EMU-saldo onder huidige begrotingsregels, 3) de betekenis voor pensioenfondsen en spaarders. Bijgevoegd treft u deze update aan.<sup>1</sup>

Indexleningen en daaraan gelieerde derivaten stellen spaarders en pensioenfondsen in staat om inflatierisico's af te dekken. Het aandeel van indexleningen en inflatiederivaten in de portefeuille van Nederlandse pensioenfondsen neemt toe. Ook het aantal landen dat indexleningen uitgeeft groeit gestaag. Ondanks deze ontwikkelingen zijn er geen aanwijzingen dat indexleningen momenteel, bij een gegeven risico, zouden bijdragen tot lagere leenkosten voor de staat in vergelijking met de huidige nominale geld- en kapitaalmarktinstrumenten. Wat betreft de «business case» voor de staat geeft de analyse dan ook geen aanleiding tot herziening van de conclusies uit 2005.

Hierbij passen wel twee kanttekeningen. Ten eerste is de betalingsbereid van *Nederlandse* investeerders voor indexleningen gekoppeld aan de *Nederlandse* consumentenprijsindex wellicht hoger dan de premie die investeerders betalen voor indexleningen gekoppeld aan de Franse of Europese prijsindex. Dit mede vanwege de omvang van de Nederlandse pensioenenbesparingen en de nadruk op «defined benefit»-stelsels. Ten tweede kan het zijn dat in de toekomst de behoefte aan risicovermindering toeneemt. Hoe ouder het deelnemersbestand van een pensioenfonds hoe lager het gewenste risicoprofiel. Dit kan de vraag naar indexleningen positief beïnvloeden. Het is dan ook niet uitgesloten dat op enig moment indexleningen wel een aantrekkelijk bedrijfseconomisch alternatief vormen voor de financiering van de staatsschuld.

<sup>1</sup> Ter inzage gelegd bij het Centraal Informatiepunt Tweede Kamer.

Naast bedrijfseconomische argumenten kan uitgifte van indexleningen ook om andere redenen wenselijk zijn voor de overheid. Zo zouden indexleningen tot een stabielere EMU-saldo kunnen leiden, in geval inflatie en EMU-saldo een positieve correlatie vertonen. Dit komt omdat rentelasten dan meebewegen met de inflatie. Deze redenatie wordt versterkt doordat sinds deze kabinetsperiode de rentekosten buiten de uitgavenkaders vallen, waardoor mee- en tegenvallers in de rentelasten niet leiden tot mutaties elders in de begroting. Het is echter niet eenvoudig om de invloed van wijzingen in de begrotingssystematiek om te zetten in eenduidige, op empirie gebaseerde, conclusies ten aanzien van het effect van indexleningen op de stabiliteit van het EMU-saldo. Net als in het vorige onderzoek wordt onvoldoende bewijs gevonden voor een positieve correlatie tussen de Nederlandse inflatie en het EMU-saldo, en daarmee onvoldoende reden om aan te nemen dat uitgifte van indexleningen leidt tot een stabielere EMU-saldo. Het is echter niet uitgesloten dat de huidige begrotingsregels leiden tot een robuuster verband tussen inflatie en EMU-saldo.

Een ander argument om structureel indexleningen uit te geven is dat dit zou kunnen leiden tot financiële innovaties. De overheid zou dan fungeren als aanjager voor de private markt van inflatiegeïndexeerde producten. De wenselijkheid hiervan zou moeten worden bepaald door de maatschappelijke baten van deze ontbrekende markt af te zetten tegen de extra kosten die de overheid, bij een gegeven risico, verwacht.

Hoewel er geen aanwijzingen zijn dat indexleningen bedrijfseconomische voordelen bieden voor de overheid, is een aantal conclusies ook met onzekerheden omgeven. Zo hoeven conclusies op basis van ervaringen in andere landen ten aanzien van de hoogte van de inflatierisicopremie niet per se op te gaan voor Nederland. Ook is het lastig in te schatten welk effect uitgifte van indexleningen heeft op financiële innovaties op de Nederlandse markt en wat de maatschappelijke waarde daarvan is. Om hier meer zicht op te krijgen, heeft het ministerie van Financiën de intentie om samen met Netspar binnenkort een conferentie te organiseren.

De minister van Financiën,  
W. J. Bos