

De markt voor staatsobligaties

De Nederlandse staatsschuld is de afgelopen jaren snel gegroeid, en daarmee ook het beroep van het rijk op de kapitaalmarkt. In dit artikel wordt ingegaan op het houderschap van staatsobligaties. De auteur constateert dat de belangstelling van buitenlandse financiers voor nieuwe emissies van staatsobligaties weliswaar groot is, maar dat ze uiteindelijk slechts een beperkt deel van de staatsschuld financieren. Daarnaast blijkt de spreiding van de staatsschuld over de verschillende categorieën beleggers sinds 1980 evenwichtiger te zijn geworden. Dit komt de financierbaarheid van toekomstige financieringstekorten ten goede.

DRS. B.G.J. WALSCHOTS*

Voor het resultaat van openbare staatsleningen bestaat veel belangstelling bij de financiële pers. Met name de laatste tijd wordt daarbij aandacht besteed aan de toewijzing aan buitenlandse beleggers. De indruk wordt gewekt dat het buitenland voor een groot deel het tekort van de Staat der Nederlanden financiert. Dit is echter niet helemaal juist. Van financieren is pas sprake als en zolang de geldgever bereid is een schuldtitle in portefeuille te hebben. Het gaat dus niet om de belangstelling voor nieuwe emissies, maar om het houderschap van staatsobligaties. En dan blijkt de buitenlandse inbreng minder groot. Door een aantal ontwikkelingen is de spreiding van het bezit aan staatsobligaties over de verschillende categorieën beleggers, te weten institutionele beleggers, buitenland, particuliere beleggers en het bankwezen, sinds 1980 gelijkmatiger geworden. In dit artikel wordt de ontwikkeling van het houderschap van staatsobligaties vanaf 1980 beschreven. Eerst wordt ingegaan op de plaats van staatsobligaties binnen de totale staatsschuld en wordt een korte beschouwing gewijd aan de motieven van de beleggers om staatsobligaties in portefeuille te nemen. Daarna worden de emissie markt en de secundaire markt onder de loep genomen. Vervolgens wordt een overzicht gegeven van het houderschap in de jaren 1980 tot en met 1987.

Tabel 1. Samenstelling gevestigde staatsschuld naar schuldvorm, in mrd. gld.

	1980	1985	1986	1987
Obligaties	28,8	114,7	123,2	136,6
Onderhandse leningen	49,2	93,8	95,6	97,9
Voorinschrijfrekening	1,3	1,8	2,3	1,5
Overige ^a	0,1	-	-	-
Totale gevestigde schuld	79,4	210,3	221,1	236,0

a. Schatkistcertificaten en gevestigde buitenlandse schuld.
Bron: De Nederlandsche Bank, diverse jaarverslagen, statistische bijlage, tabel 5.4 (overheidsschuld).

Staatsobligaties en de gevestigde staatsschuld

De staat gebruikt voor de dekking van zijn financieringsbehoefte obligaties, onderhandse leningen en de Voorinschrijfrekening van het ABP bij de schatkist. Tabel 1 illustreert het belang van deze categorieën van schuldvormen. De ontwikkeling van de totale gevestigde schuld van de staat weerspiegelt de cumulatie van de financieringstekorten. De staatsschuld is verdrievoudigd ten opzicht van ultimo 1980. De samenstelling veranderde drastisch: het belang van staatsobligaties nam toe van 36% per ultimo 1980 tot 58% per ultimo 1987. Dit ging vrijwel geheel ten koste van het aandeel van de onderhandse leningen. Het relatieve belang van de Voorinschrijfrekening is afgenomen door de groei van de staatsschuld¹. Het buitenlands houderschap van Nederlandse staatsschuld beperkt zich vooralsnog tot staatsobligaties². De staat heeft geen onderhandse leningen met buitenlandse geldgevers afgesloten. Het lijkt niet logisch dat de staat wel zou instemmen met de verwerving van onderhandse schuld door het buitenland via de secundaire markt³. Dit betekent dat het belang van deze categorie beleggers voor de financiering van de tekorten van de staat beperkt is.

* De auteur is als stafeconoom werkzaam bij Rabobank Nederland. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven. De auteur dankt drs. A.P. Ranner (Ministerie van Financiën) en drs. G.H.M. van Duinen (Rabobank Nederland) voor hun commentaar op een eerdere versie van dit artikel.

1. Het ABP stort de van het rijk ontvangen pensioenpremies van ambtenaren en onderwijzend personeel op de Voorinschrijfrekening bij de schatkist. Hieruit vinden consolidaties plaats in onderhandse leningen waarvan de modaliteiten gelijk zijn aan die van de meest recente openbare lening. Over het saldo op de Voorinschrijfrekening vergoedt het rijk een kapitaalmarktrente aan het ABP.

2. Zie M.J.L. Jonkhart en B.G.J. Walschots, Het financieringsbeleid van de Staat der Nederlanden, *ESB*, 6 januari 1988.

3. Het beleid, zoals verwoord in de *Miljoenennota 1980*, is, dat de Staat geen leningen in het buitenland plaatst. Voor zover buitenlandse geldgevers zelf op de Nederlandse kapitaalmarkt onderhandse leningen aan het Agentschap aanbieden, krijgen zij dan ook vermoedelijk nul op het rekest.

Tabel 2. Toewijzing bij uitgifte van openbare staatsleningen^a, in mrd. gld. en in procenten van het totaal, op kasbasis

	1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	f	%	f	%	f	%	f	%	f	%	f	%	f	%
Institutionele beleggers	4,3	40	8,0	45	9,9	44	12,3	49	11,6	57	6,3	44	7,7	36
Buitenland	2,9	27	5,1	28	4,8	21	3,8	15	4,9	24	4,8	34	8,3	39
Particulieren	2,6	24	3,6	20	5,7	25	4,0	16	2,6	12	1,8	12	3,9	18
Banken	1,0	9	1,3	7	2,2	10	5,0	20	1,4	7	1,4	10	1,6	7
Totaal	10,8	100	17,9 ^b	100	22,6	100	25,1	100	20,5	100	14,3	100	21,5	100

a. Benadrukt wordt dat deze cijfers met grote onzekerheden zijn omgeven.

b. Door afronding komt de som van de componenten niet overeen met de afgeronde som.

Bron: diverse Memories van Toelichting op Begrotingshoofdstuk IX A (Nationale Schuld); voor 1987 gedeeltelijk geschat.

Motieven voor houderschap van staatsobligaties

De motieven voor de beleggers⁴ – onderscheiden worden banken, institutionele beleggers, buitenland en particulieren – om een portefeuille staatsobligaties aan te houden, zijn verschillend van aard. Op een aantal motieven wordt hier kort ingegaan.

De institutionele beleggers willen vooral risicoloos beleggen in guldenwaarden. Dit vloeit voort uit het lange-termijn- en -guldenkarakter van hun verplichtingen. Zij leggen daarom met name in zowel openbare als onderhandse overheidsleningen en in leningen waarvoor de overheid garant staat. Dit biedt hen een scala aan beleggingsmogelijkheden van korte tot lange kapitaalmarktuitzettingen. Staatsobligaties bieden hen een ten opzichte van onderhandse leningen liquide beleggingsmogelijkheid en een behoorlijk rendement⁵. Het voorgaande houdt verband met de omstandigheid dat in Nederland slechts de financieringsbehoefte van de staat een groei vertoonde die aansloot bij de toeneming van de belegbare middelen van de institutionele beleggers.

De belangstelling van de banken betreft vooral het eigen-middelenbeheer. Voorts speelt de wens een rol om een (beperkte) voorraad recent geëmitteerde staatsobligaties ten behoeve van hun cliënten aan te kunnen bieden.

De particulieren zijn in de loop der jaren steeds rentegevoeliger geworden. Bovendien hebben zij de rechtstreekse weg naar de kapitaalmarkt gevonden. Staatsobligaties bieden bij vergelijkbare looptijden doorgaans een hoger rendement dan spaarvormen die door bij voorbeeld banken worden aangeboden⁶.

Buitenlandse beleggers die op zoek zijn naar goudgerande beleggingen in harde valuta zullen wellicht in Nederlandse staatsobligaties beleggen. De gulden wordt vaak gezien als een goedkope Duitse mark. Het vertrouwen in de gulden speelt hierbij een rol, evenals de liquiditeit van deze schuldtitels en de toegang tot de Nederlandse kapitaalmarkt.

De emissiemarkt

Tabel 2 bevat een overzicht van de toewijzingen op inschrijvingen bij openbare emissies van staatsleningen naar categorie van inschrijvers.

Het aandeel van de institutionele beleggers werd in de periode 1981-1985 steeds groter. In 1985 kwam meer dan de helft van het toegewezen bedrag terecht bij Nederlandse institutionele beleggers. Daarna nam dit aandeel echter af. Deze terugval is in feite nog omvangrijker dan de cijfers in tabel 2 suggereren. In 1985 heeft de Vereniging voor de Effectenhandel een wijziging van de regels doorgevoerd ter zake van het doorgeven van provisie aan inschrijvers

op staatsleningen. Vóór 1985 mochten bemiddelaars een derde deel van de verkregen provisie doorgeven aan 'buitenlandse' inschrijvers. Om deze reden werd een deel van de inschrijvingen van Nederlandse institutionele beleggers via buitenlandse bemiddelaars geëffectueerd. Dit stelde hen in staat om een deel van de door de staat aan de intermediairs betaalde provisie van deze bemiddelaars op te eisen. Dit betekent dat de schattingen omtrent de toewijzing aan institutionele beleggers in de periode 1981-1984 vermoedelijk te laag zijn (en dienovereenkomstig zouden de cijfers voor de buitenlandse beleggers te hoog zijn). In de loop van 1985 stond de Vereniging toe ook aan Nederlandse inschrijvers een deel van de provisie door te geven, hetgeen de economische ratio van deze 'omweg-inschrijving' verminderde. Het vermoeden bestaat echter dat bemiddelaars toch nog bereid zijn om aan buitenlandse inschrijvers een groter deel van de ontvangen provisie door te geven dan aan Nederlandse inschrijvers. Er zou derhalve nog steeds reden zijn om via deze zogenaamde Londen-route in te schrijven. Dit zou betekenen dat ook thans nog sprake is van een onderschatting van het relatieve belang van de Nederlandse (institutionele) beleggers. Niettemin mag worden verondersteld dat de omvang van dit verschijnsel is afgenomen, ook al omdat, door een wijziging van het door de staat gehanteerde provisie-systeem in 1985, het effectieve provisie-percentage gedaald is van 0,5% tot circa 0,3%. De terugval in de toewijzingen aan institutionele beleggers in 1986 en 1987 houdt verband met de vooral in die jaren omvangrijke vervroegde aflossingen van woningwetleningen bij het rijk. De vervroegde aflossingen veroorzaakten vervanging van openbare (en onderhandse) staatsschuld door – vooral bij de institutionele beleggers afgesloten – onderhandse schuld van gemeenten en de BNG (die de verkregen gelden vervolgens doorsluisden naar de woningcorporaties). Ten behoeve van deze herfinancieringsoperaties zijn financieringsconstructies ontworpen waarin de vervroegde-aflossingsclausule effectief buitenspel werd gezet, hetgeen vooral gunstig is voor de geldgevers.

Het bovenstaande relativeert weliswaar het belang van het buitenland bij de toewijzing. Toch is het aannemelijk

4. De 'banken' zijn de Nederlandsche Bank, de algemene banken, overige geldscheppende instellingen en spaarbanken; de 'institutionele beleggers' zijn de levensverzekeringsmaatschappijen, de pensioenfondsen (waaronder het ABP) en de sociale fondsen; 'buitenlandse beleggers' zijn degenen die de inschrijving door buitenlandse bemiddelaars laten verzorgen, dan wel zich als niet-ingezetenen presenteren bij Nederlandse bemiddelaars; de 'particulieren' vormen de restpost, opgebouwd uit gezinnen, bedrijven, beleggingsinstellingen, BNG, NWB en overige publiekrechtelijke lichamen.

5. Uiteraard is hierbij de omvang van de rendementsmarge tussen openbare en onderhandse uitzettingen van belang.

6. Zie onder andere de WRR-voorstudie van H.G. Eijgenhuijsen, J. Koelewijn en H. Visser, *Investeren en de financiële infrastructuur*, Den Haag, 1987, blz. 44.

dat het aandeel van het buitenland na een daling in de periode van 1983 tot 1984 sinds 1985 is toegenomen. De daling in de periode 1983-1984 kan verband houden met een gebrek aan vertrouwen bij buitenlandse beleggers in de gulden. Het imago van de gulden werd in 1983 geschaad toen de gulden in het kader van een herschikking van de valuta's in het Europese Monetair Stelsel achterbleef bij de Duitse mark. Voorts waren de economische vooruitzichten voor ons land in die tijd minder rooskleurig. Na 1984 kwam hierin een verandering ten goede en kwam ook het vertrouwen in de gulden terug. Voorts speelde de introductie vanaf 1986 van fixe leningen, waarbij aflossing ineens plaatsvindt, een positieve rol. In het buitenland is de fixe lening gebruikelijker dan de 'sinking-fund-lening', waarbij aflossing in een aantal jaarlijkse termijnen plaatsvindt.

De banken stonden in de afgelopen jaren, als gevolg van het wegvallen van de vraag naar bedrijfsfinancieringen en de minder gunstige rendement-risicoverhouding van deze uitzettingen, voor de keus om tot balansverkortings over te gaan, dan wel alternatieve uitzettingsmogelijkheden, waaronder die in de sfeer van de staatsleningen, te benutten. Het tweede alternatief werd gekozen. Dit was mogelijk dank zij de positieve rentemarge die gerealiseerd kon worden door het aantrekken van spaargelden en het uitzetten in de sfeer van staatsobligaties. Het aandeel van de banken is bescheiden en vrij stabiel. Alleen in 1984 was het aandeel van de banken substantieel. De toewijzing aan particulieren ligt in de periode 1981-1983 duidelijk boven die in de periode daarna. Dit kan in verband staan met het 'ontdekken' van de aandelenmarkt door de gezinnen, waardoor binnen de rechtstreekse allocatie van gezinsbesparingen op de kapitaalmarkt een verschuiving ten koste van (staats)obligaties plaatsvond.

De secundaire markt

Op de secundaire markt vindt handel in staatsobligaties plaats tussen beleggers die tot dezelfde categorie behoren (intrasectorale handel) en tussen beleggers van verschillende categorieën (intersectorale handel). Bekend is alleen de totale omzet op de secundaire markt; informatie over de omvang van de intra- en intersectorale handel is niet (direct) voorhanden. Tabel 3 bevat een overzicht van de saldi van aan- en verkoop van staatsobligaties tussen de categorieën beleggers. Benadrukt wordt dat de cijfers met onzekerheden zijn omgeven⁷.

Uit de cijfers blijkt dat er een patroon zit in de intersectorale handel. De institutionele beleggers en het buitenland blijken via de secundaire markt staatsobligaties te verkopen aan banken en particulieren. Welke achtergrond kan het geconstateerde patroon in de secundaire handel heb-

Tabel 3. Intersectorale aan- en verkopen op de secundaire markt^a, in mrd. gld. en in procenten van het totaal, 1981-1987

	Banken	Inst. beleggers	Buitenland	Particulieren
1981	0,9 (36)	- 2,5 (-100)	0,2 (10)	1,3 (54)
1982	2,0 (28)	- 5,6 (-73)	- 2,1 (-27)	5,6 (72)
1983	3,6 (59)	- 3,5 (-59)	- 2,5 (-41)	2,4 (41)
1984	2,0 (39)	- 4,6 (-88)	- 0,6 (-12)	3,3 (61)
1985	5,0 (67)	- 6,3 (-83)	- 1,3 (-17)	2,5 (33)
1986	4,3 (88)	- 1,9 (-39)	- 3,0 (-61)	0,5 (12)
1987	- 1,3 (-30)	- 3,1 (-70)	2,3 (52)	2,1 (48)

a. Door afronding komt het saldo van de componenten per jaar niet altijd uit op nul; + = aankoop

ben? De reden bij de institutionele beleggers kan gelegen zijn in de wens om een bepaalde minimale resterende looptijd van de portefeuille (staats)obligaties te handhaven. Dit vereist dat een deel van de obligaties vóór het moment van aflossing wordt afgestoten. Daarbij kan men door tijdig af te stoten nog profiteren van eventuele koerswinsten. Voorts is het mogelijk dat obligaties op de secundaire markt worden verkocht ter financiering van de aankoop van obligaties bij emissies. In dit verband zij gewezen op de terugval in de netto verkoop op de secundaire markt in 1986 en 1987, die correspondeert met de geringe toewijzing aan institutionele beleggers bij emissies in deze jaren⁸. Buitenlandse beleggers hebben door hun aankopen van staatsobligaties vóór 1986 een portefeuille 'sinking-fund'-leningen verworven. De handel in deze leningen valt doorgaans fors terug vanaf het moment dat de eerste aflossing plaatsvindt⁹. Het is denkbaar dat de buitenlandse belegger het negatieve aspect van de afnemende van de liquiditeit respectievelijk de administratieve rompslomp zwaarder weegt dan het positieve aspect van het door de kortere resterende looptijd geringer geworden valuta- en koersrisico, waardoor hij tot verkoop besluit. Voorts is het mogelijk dat, gegeven de voorkeur van buitenlandse beleggers voor bulletleningen, de aankoop van deze leningen op de emissie markt gefinancierd wordt met verkopen van 'sinking-fund'-leningen op de secundaire markt. Overigens zij nadrukkelijk gewezen op de schattingsfout die in de cijfers besloten zit ten aanzien van de verkopen van institutionele beleggers en buitenland. Op de emissie markt wordt het aandeel van het buitenland, met name voor de periode 1981-1984, overschat. Het koopt derhalve minder dan uit de schattingen blijkt. Dit betekent mutatis mutandis dat de cijfers uit tabel 3 voor deze categorie te hoog zijn: in feite verkoopt het buitenland op de secundaire markt per saldo minder dan uit de cijfers blijkt. De omgekeerde situatie geldt uiteraard voor de institutionele beleggers.

De banken en particulieren kunnen op de secundaire markt leningen met een korte resterende looptijd krijgen, hetgeen aansluit bij hun liquiditeitsvoorkeur en doorgaans beter in hun 'balansmanagement' past. Voor de particulieren kan een additionele overweging om obligaties op de secundaire in plaats van op de primaire markt te kopen gelegen zijn in de mogelijkheid dit, net als bij de storting op een spaarrekening, op nagenoeg iedere werkdag te kunnen doen, terwijl het aantal emissies van staatsleningen en derhalve het aantal stortingsdata beperkt is. Overigens speelt deze overweging bij banken en institutionele beleggers ook een rol.

Uitzondering op het hierboven geschetste patroon is (naast 1981, toen het buitenland per saldo voor een gering bedrag kocht) 1987. Tot en met het derde kwartaal van

7. De cijfers uit tabel 3 zijn afgeleid met behulp van de cijfers uit tabel 2, de balanscijfers van banken en institutionele beleggers zoals gepubliceerd door DNB (tabellen 2.1 en 2.2, statistische bijlage), de DNB-tabel over het effectenverkeer met het buitenland, de amortisatiecijfers zoals die kunnen worden berekend aan de hand van het Algemeen Verslag van de stand van de staatsschuld en ten slotte de *Officiële Prijscourant* van de Vereniging voor de Effectenhandel. De veronderstellingen zijn dat het relatieve aandeel van elke categorie in amortisatie en 'vermogens-effect' (dat is de waardemutatatie van de uitstaande obligatieschuld als gevolg van wijzigingen van het marktrendement) gelijk is aan het houderchap van de desbetreffende categorie per ultimo van het voorgaande jaar. Dit impliceert dat de portefeuilles van elke categorie beleggers identiek zijn opgebouwd.

8. Er zij op gewezen dat de verkoop van schuldtitels op de secundaire markt ten behoeve van de financiering van de aankoop van schuldtitels via de secundaire markt, voor zover dit plaatsvindt binnen een zelfde sector, uiteraard niet in de cijfers is terug te vinden.

9. Dit sluit niet uit dat de liquiditeit van deze leningen, wanneer de resterende looptijd korter dan twee jaar wordt, wederom toeneemt omdat de beleggers deze titels dan in hun liquiditeitsbeheer betrekken.

Tabel 4. Houderschap openbare staatsschuld, in mrd. gld. en in procenten van het totaal^a per ultimo van het jaar

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Banken (incl. spaarbanken)	7,6 (26)	9,1 (24)	12,3 (22)	17,7 (23)	24,1 (24)	29,2 (25)	33,2 (27)	31,6 (23)
Institutionele beleggers, wv.	4,7 (16)	6,3 (16)	8,4 (15)	14,5 (19)	21,5 (22)	27,9 (24)	31,0 (25)	33,7 (25)
– ABP	0,6 (2)	1,2 (3)	2,0 (3)	3,5 (5)	5,9 (6)	7,4 (6)	10,2 (8)	12,0 (9)
– ov. pensioenfondsen	3,0 (10)	3,8 (10)	5,0 (9)	8,7 (11)	12,7 (13)	15,6 (13)	16,2 (13)	16,9 (12)
– levensverzekeraars	0,5 (2)	0,7 (2)	0,9 (2)	1,8 (2)	2,4 (2)	4,3 (4)	4,5 (4)	4,4 (3)
– soc. fondsen	0,6 (2)	0,5 (1)	0,5 (1)	0,5 (1)	0,5 (1)	0,6 (1)	0,5 (0)	0,4 (0)
Buitenlandse beleggers	8,9 (32)	11,6 (30)	14,4 (27)	16,6 (22)	19,5 (20)	22,2 (19)	23,0 (19)	31,6 (23)
Particulieren	7,6 (26)	11,3 (30)	19,7 (36)	27,4 (36)	33,9 (34)	35,5 (32)	36,0 (29)	39,6 (29)
Totaal	28,8 (100)	38,2 ^b (100)	54,8 (100)	76,1 ^b (100)	99,0 (100)	114,7 (100)	123,2 (100)	136,6 ^b (100)

a. Tegen aflossingswaarde.

b. Als gevolg van afrondingen komt de som van de onderdelen niet overeen met de afgeronde som.

Bron: DNB, eigen berekeningen.

1987 was het geschetste normale patroon aanwezig. Vermoedelijk heeft een samenloop van omstandigheden het vervolgens verstoord. Enerzijds zullen veel particuliere beleggers tijdens of vlak na de beurscrisis van 19 oktober (een deel van) hun aandelenportefeuilles hebben afgebouwd ten gunste van staatsobligaties. Door deze extra vraag naar staatsobligaties via de banken (bemiddelaars) en de toch al geringe vraag van banken naar staatsobligaties vanwege de beperkte dijkbewaking, resulteerde er een afstoting door de banken van staatsobligaties. De beperkte dijkbewaking betrof een herenakkoord tussen de Nederlandsche Bank en de geldscheppende banken om de kredietverlening door laatstgenoemden te beperken in 1986 en 1987. Anderzijds werd in het derde kwartaal in Duitsland het voornemen bekend gemaakt om per 1 januari 1989 een bronbelasting te heffen op rente van Duitse obligaties. De reactie volgde ogenblikkelijk en resulteerde in een verschuiving van de belangstelling van beleggers naar onder andere Nederlandse staatsobligaties, waardoor de buitenlandse beleggers voor het eerst sinds 1981 op jaarbasis als netto kopers optraden.

In hoeverre de gebeurtenissen uit het laatste kwartaal van 1987 het gesignaleerde patroon blijvend verstoren, valt nog te bezien. De beperkte dijkbewaking voor de banken is opgeheven, zodat deze instellingen om die reden geen staatsobligaties hoeven af te stoten. Wel blijkt de kredietverlening door banken toe te nemen, wat hen ertoe kan brengen de substitutie van uitzettingen aan het rijk ten gunste van die aan de particuliere sector te continueren. De bronheffing in Duitsland en de gedeeltelijk daarmee samenhangende sterkere positie van de gulden ten opzichte van de Duitse mark hebben de buitenlandse belangstelling voor Nederlandse staatsobligaties tot nu toe sterk vergroot. Niettemin mag worden verondersteld dat het effect van de belastingmaatregel in de koersen verwerkt raakt en dat internationale beleggers onderzoeken langs welke weg de heffing op de administratief eenvoudigste wijze kan worden teruggevorderd. Het zou derhalve voor de hand liggen dat de extra buitenlandse belangstelling voor Nederlandse staatsobligaties die het gevolg is van de Duitse belastingmaatregel gaandeweg het jaar zal wegebben.

Het houderschap van staatsschuld

Tabel 4 geeft inzicht in het houderschap van de openbare staatsschuld, zoals dit zich als gevolg van de toewijzingen bij emissies, de intersectorale aan- en verkopen en de amortisatie naar schatting heeft ontwikkeld.

Uit de cijfers blijkt dat de verdeling van het bezit aan staatsobligaties thans gelijkmatiger is dan per ultimo 1980. Dit komt doordat het aandeel van de institutionele beleg-

gers is gestegen ten koste van dat van het buitenland¹⁰. Het aandeel van de institutionele beleggers is lager dan men op grond van de cijfers omtrent de toewijzing bij emissies en het belang van deze categorie geldgevers voor de binnenlandse kapitaalmarkt zou verwachten. In de vorige paragraaf bleek dat dit komt doordat zij op de secundaire markt voor omvangrijke bedragen aan staatsobligaties verkopen. In de categorie institutionele beleggers blijkt het ABP aan belang te winnen. Het grootste aandeel in deze categorie is nog in handen van de overige pensioenfondsen. Het aandeel van de levensverzekeraars blijft constant, terwijl dat van de sociale fondsen nihil is geworden. Het blijkt juist de particulieren, en in deze categorie vermoedelijk met name de gezinnen, te zijn die de grootste houders van staatsobligaties zijn. Het aandeel van de banken is tamelijk stabiel. De terugval in 1987 kan vermoedelijk worden toegeschreven aan de noodzaak om de kredietverlening te beperken in verband met de beperkte dijkbewaking. Opmerkelijk is de trendmatige daling van het buitenlands aandeel tot 1986, die zich voornamelijk in 1982 en 1983 voordeed, en de sterke stijging ervan in 1987. Een combinatie van vertrouwensherstel in gulden en Nederlandse economie, dreiging van een bronbelasting in Duitsland en het looptijdenbeleid van de minister van Financiën – wat er, door gebruik te maken van korte looptijden, met name op gericht lijkt te zijn deze beleggerscategorie te lokken – vormen een verklaring voor de ontwikkeling in 1987. Uiteindelijk blijkt het buitenland per ultimo 1987 bijna een kwart van de uitstaande openbare schuld te bezitten. Overigens moet niet worden uitgesloten dat het buitenlands belang in de openbare staatsschuld zal toenemen, onder andere onder invloed van de krachtige gulden. Een indicatie hiervoor is dat buitenlandse beleggers in het eerste kwartaal van 1988 via toewijzingen bij inschrijvingen en de secundaire handel ca. f 9,1 mrd. aan staatsobligaties hebben verworven.

Slot

Het bezit aan staatsobligaties blijkt thans gelijkmatiger gespreid te zijn over de beleggers dan een aantal jaren geleden. Dit is van belang voor de minister van Financiën,

vervolg op blz. 759

10. DNB-cijfers bevatten voor de institutionele beleggers een reeksbreuk per ultimo 1985. Door een verbeterde enquête schatte DNB het bezit aan staatsobligaties tegen beurswaarde van de institutionele beleggers toen f 2,3 miljard hoger dan voorheen. Dit correspondeert met een nominaal bedrag van f 2,1 miljard. Door het restpostkarakter van de categorie particulieren werd hun houderschap hiervoor benedenwaarts gecorrigeerd.

omdat de financierbaarheid van de tekorten van het rijk positief kan worden beïnvloed door een ruim gespreide belangstelling voor schuldtitels van de staat. Het belang van het buitenland als financier van de Nederlandse staatschuld, gemeten aan het houderschap, blijkt minder groot te zijn dan men op grond van berichten uit de pers zou kunnen vermoeden. Dit komt doordat het buitenland alleen in openbare staatsschuld kan beleggen, de toewijzing aan buitenlandse beleggers wordt overschat en het buitenland op jaarbasis tot en met het derde kwartaal van 1987 via de secundaire markt systematisch voor omvangrijke bedragen staatsobligaties afstoot. Het bovenstaande betekent niet dat de invloed van het buitenland op de Nederlandse (primaire en secundaire) markt voor staatsobligaties beperkt is. Waarschijnlijk bevindt een groot deel van de uitstaande fixe obligatieleningen zich in buitenlandse handen. De liquiditeit van deze leningen is doorgaans goed, maar dit sluit niet uit dat er forse prijsfluctuaties kunnen optreden, bij voorbeeld als Japanse beleggers besluiten hun Nederlandse staatsobligaties te verkopen. Een groeiend aandeel van buitenlandse beleggers in Nederlandse staatschuld stelt eisen aan het in ons land te voeren financieel-economisch beleid. Een grote 'buitenlandse schuld' kan immers het gevaar van ongewenste wisselkoersfluctuaties vergroten. Dit beleid zal er dan ook mede op gericht moeten zijn om het vertrouwen van buitenlandse beleggers te handhaven, waardoor het aandeel van de eindbeleggers in de categorie buitenlandse beleggers zal toenemen.

B.G.J. Walschots