



## De markt voor sterke staatsleningen

**Auteur(s):**

Boer, R.G.de.

*Agentschap van het Ministerie van Financiën. De auteur dankt Brigitta Berken voor commentaar.* [R.G.Boer@minfin.nl](mailto:R.G.Boer@minfin.nl)**Verschenen in:**

ESB, 88e jaargang, nr. 4406, pagina 268, 13 juni 2003

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

De eurokapitaalmarkt is zijn vijfde jaar ingegaan en net als vóór de euro betaalt de ene staat een hogere rente dan de andere. Is dit een teken dat de markt niet goed werkt? Er zijn diverse redenen waarom er geen gezamenlijk aanbod van staatsobligaties is ontstaan. Daarentegen zijn er innovaties in de markt geweest, die de verhandelbaarheid ten goede zijn gekomen. De concurrentie tussen staten lijkt te werken. In 1999 lanceerde Yves Thibault de Silguy (toen eu-commissaris) het idee om de staatsleninguitgifte van de eurolanden te fuseren. Anno 2003 is zijn idee niet uitgevoerd. Waarom niet en welke ontwikkeling vindt er dan wel plaats? Tijd voor een tussenstand van de markt voor staatsleningen en met name de groep die wordt aangeduid met bdo. Dit zijn de leningen van de meest kredietwaardige (aaa-)landen: de Duitse Bunds, de Nederlandse Dutch State Loans (dsl) en de Franse Obligations Assimilables du Trésor (oat).

### Kapitaalmarkt

In totaal staat voor circa € 7700 miljard aan euro-obligaties uit, waarvan bijna de helft is uitgegeven door overheden. De meeste overheidsobligaties zijn staatsleningen, dus uitgegeven door de centrale overheid van een land. De totale euro-obligatiemarkt is sinds 1999 gegroeid, eerst vooral vanwege uitgiftes door banken en bedrijven, vanaf vorig jaar in versterkte mate door financiering van overheidstekorten. De uitgifte van en handel in staatsleningen is het grootste segment van de kapitaalmarkt en precies daarop richtte De Silguys voorstel zich. Fusie en schaalvergroting van de aanbieders van staatsleningen zou volgens het voorstel een belangrijke impuls aan de hele Europese kapitaalmarkt geven.

### Fusie

Het voorstel van De Silguy was vanaf het begin kansloos. Het ontbrak namelijk aan een dwingende economische logica voor de fusie. Zijn voorstel kwam erop neer dat de Europese landen niet langer individueel staatsleningen zouden moeten uitgeven, maar gezamenlijk. Hierdoor zou een overzichtelijk aanbod van zeer grote leningen in alle looptijden (van drie maanden tot dertig jaar) kunnen worden geboden. Op zich is dat een goed idee. De rentecurve op die Europese leningen zou een duidelijke referentie voor de gehele Europese kapitaalmarkt vormen, net als in de vs. Daar zijn de rentes op leningen van de federale overheid de basis voor het bepalen van prijzen van allerlei andere financiële instrumenten. Toch is zo'n uniforme maatstaf ('benchmark-curve') in Europa niet van de grond gekomen. Dat komt omdat het voordeel voor de kapitaalmarkt beperkt is en wegvalt in vergelijking met de nadelen op anderen gebieden. Samen leningen uitgeven impliceert namelijk vergaande budgettaire samensmelting, een stadium van integratie dat Europa simpelweg niet heeft. De essentie van een staatslening is immers dat rente en aflossing wordt betaald uit de inkomsten van de uitgevende overheid. Dat zijn voornamelijk belastingen. Zolang de Europese lidstaten hun eigen budgettaire beleid voeren, dus zelf bepalen hoeveel belasting ze heffen, waaraan ze die besteden, en ze zelf hun tekort en daarmee hun schuldcreatie bepalen, is het onlogisch en waarschijnlijk zelfs gevaarlijk om gezamenlijke schuld uit te geven. Nederlands eigen geschiedenis bevat de waarschuwing dat vergelijkbare afspraken in de achttiende eeuw tussen de - toentertijd in hoge mate autonome - provincies tot liftersgedrag kunnen leiden<sup>1</sup>. Juist om dergelijk gedrag te voorkomen stelt het Verdrag van Maastricht dat landen niet voor elkaars verplichtingen verantwoordelijk zijn ('no bail out')<sup>2</sup>. De bespreking van De Silguys voorstel door lidstaten en marktpartijen heeft geleid tot de conclusie dat het een stap te ver ging<sup>3</sup>.

### Discussie gesloten?

De samenvoeging aan de aanbodzijde van de markt voor staatsobligaties heeft dus niet plaatsgehad. Nationale overheden geven nog steeds hun eigen leningen uit. Dit levert stof op voor een andere discussie, die sinds het Verdrag van Maastricht is gevoerd. Deze gaat over de vraag of de euro de renteversillen tussen landen opheft. Het antwoord kan zowel ja als nee zijn, afhankelijk van het gezichtspunt dat wordt gekozen.

### Macro-perspectief

Vanuit een breed, langjarig perspectief is het antwoord 'ja'. [tabel 2](#) illustreert dit. De tabel toont renteversillen op tienjarige leningen, want die looptijd wordt algemeen als meest actief en beeldbepalend gezien. De tabel bevat voor de belangrijkste landen het verschil ('spread') in effectieve rente ten opzichte van tienjaars Bunds. De eerste regel van de tabel laat zien dat het verschil tussen het hoogste en laagste rendement sinds 1999 gemiddeld circa dertig basispunten was (0,3 procentpunt). Dat is verwaarloosbaar ten opzichte van de ettelijke procenten verschil van tien jaar geleden. Daar komt bij dat destijds de veranderingsrichting van de rente op de - toen nationale - kapitaalmarkten vaak niet synchroon liep en nu vaak wel.

Tabel 2

Tabel 2. Spreads ten opzichte van Bunds (in basispunten)

	Dsls	oats	Italië	Spanje	België
gemiddelde spread 1999-2002	13,6	11,6	30,0	24,1	27,4
gemiddelde afwijking	2,4	2,5	6,3	5,6	5,7
spread begin mei 2003	1,4	2,5	12	2,2	3

Bron: berekening op basis van data Bloomberg

### Micro-perspectief

Het antwoord is 'nee' vanuit een meer gedetailleerd perspectief, dat is gericht op de dagelijkse transacties in de staatsleningenmarkt. Vanuit dit gezichtspunt is de verkleining van de spreads weliswaar een zeer belangrijk, maar ook een logisch gevolg van het feit dat de euro wisselkoersrisico's heeft geëlimineerd. Juist dat de spreads niet geheel verdwenen zijn is in deze optiek veelzeggend, ook al gaat het 'slechts' om enkele tientallen basispunten. Spreads reflecteren hoe tegen landen en marktomstandigheden wordt aangekeken, bijvoorbeeld:

» » de markt ziet Bunds, dsl's en oat's als bijna volledig substitueerbaar: de gemiddelde afwijkingen zijn aanmerkelijk kleiner dan die tussen andere landen;

» » ratings zeggen niet alles. Ondanks hun aaa-rating betaalden Frankrijk en Nederland gemiddeld tien tot vijftien basispunten meer dan Duitsland de afgelopen jaren. Dit wordt veelal toegeschreven aan de bundfuture, die extra vraag naar Duitse leningen oproept<sup>4</sup>;

» » de derde regel van de tabel laat zien dat spreads momenteel veel lager zijn dan de afgelopen jaren. Nederlandse en Franse leningen liggen op of in sommige segmenten onder de Duitse rentes. Dit heeft onder meer te maken met twijfels in de markt over de consolidatie en beheersbaarheid van de Duitse overheidsfinanciën.

### Concurrentie aanbodzijde

Het voorgaande samenvattend, kan worden gesteld dat de fusie van het aanbod niet is doorgegaan en dat de markt verschil blijft aanleggen tussen landen. Dit betekent dat staten zich bij het uitgeven van schuld in een situatie van gezonde onderlinge wedijver bevinden. Dit heeft voor- en nadelen.

#### Voor- en nadelen concurrentie

Een van de nadelen, in vergelijking met bijvoorbeeld de vs, is de onoverzichtelijkheid. Ieder land heeft zijn eigen veilingstechniek, veilingdata, enzovoorts. Dit maakt het afnemen en distribueren van leningen voor banken en beleggers zonder twijfel arbeidsintensiever dan in de vs. Een ander nadeel, dat ook door het imf is gesignaleerd, is verbrokkeling van de liquiditeit<sup>5</sup>. Een obligatie is liquide als ze steeds in behoorlijke hoeveelheden (minstens enkele tientallen miljoenen euro's of dollars) kan worden verkocht of aangekocht zonder de koersen te beïnvloeden. De markt voor staatsleningen is in de vs dermate liquide dat deze door veel partijen wordt gebruikt om tijdelijk in en uit te stappen en daarmee risicoposities af te dekken. Verbrokkeling van liquiditeit in Europa belemmert deze functie volgens het imf. Dit nadeel moet echter niet worden overdreven, want de Europese kapitaalmarkt voorziet op een andere manier in die functie. Europa laat op het vlak van risicomanagement namelijk een andere ontwikkeling zien dan de vs, hetgeen het imf overigens onderkent. In Europa wordt risico voornamelijk met afgeleide producten afgedekt, met name de bundfuture. Deze wordt als het meest liquide instrument ter wereld gezien. Alhoewel oorzaak en gevolg niet ondubbelzinnig zijn, blijkt uit de handelsvolumes dat in de 'verbrokkelde' Europese markt voor staatsleningen minder transacties plaatsvinden dan in de vs, terwijl het aantal futuretransacties (met name de bundfuture) in Europa juist veel groter is dan in de vs. Een voordeel van de concurrentie aan de aanbodzijde is dat deze voor innovatie zorgt. Frankrijk heeft bijvoorbeeld een indexlening geïntroduceerd. Deze biedt een reële rente plus de Europese hicp-inflatie als rendement<sup>6</sup>. Frankrijk wil hiermee een Europese markt voor dit type product ontwikkelen (zie kader). Ook zorgt de concurrentie ervoor dat landen elkaars sterke punten overnemen. Nederland nam in 1999 bijvoorbeeld de systematiek van 'primary dealers' over, die onder andere in Frankrijk al was beproefd. Deze banken verbinden zich tot het afnemen, promoten en distribueren van staatsleningen. Nederland voegde hieraan toe dat primary dealers, met het oog op de genoemde liquiditeit, een elektronische markt onderhouden. Daartoe werd mts-Amsterdam opgericht<sup>7</sup>. Andere landen namen deze werkwijze op hun beurt over, zodat er nu elektronische handel van staatsleningen is in bijna alle landen in de eurozone. De meest recente verbetering betreft het schatkistpapier. Dat zijn leningen van drie maanden tot een jaar. In de bdo-landen was schatkistpapier van oudsher een ondergeschoven kindje. Sinds 2001 is hierin verandering gekomen op initiatief van de Nederlandse Staat en twintig banken. De banken verplichten zich tegenover elkaar om het Nederlandse schatkistpapier te quoteren. Dit betekent dat iedere partij zich bij voortdurende bereid verklaard om zowel te kopen als te verkopen. Die bereidheid wordt uitgedrukt door het afgeven van bied- en laatkoersen. Deze zijn niet vrijblijvend. Ze worden zichtbaar op het elektronisch handelsplatform van mts-Amsterdam. Alle (professionele) deelnemers aan het systeem kunnen de prijzen van de andere partijen zien en erop handelen. Een transactie voor een standaardbedrag, bijvoorbeeld tien miljoen euro, komt tot stand door een muisklik en zonder nadere onderhandeling per telefoon. Dit initiatief organiseert en stimuleert een markt die in potentie aanwezig was, maar zonder centraal punt (de onderlinge regels en het elektronische systeem) veel minder soepel zou lopen. Het voordeel voor de Staat is evident: een levendige handel en scherpe prijzen zijn gunstig voor vervolguittijdes. Het initiatief vindt navolging in andere Europese landen: Frankrijk, Spanje en Finland.

### Conclusie

Vier jaar na de introductie van de euro zijn de meer radicale voorstellen en voorspellingen voor de euromarkt niet uitgekomen. Dat is niet verwonderlijk. Gezamenlijke uitgifte van staatsleningen past niet bij de decentrale budgettaire organisatievorm van de eurozone. Daaruit

vloeit logischerwijs voort dat de markt na 1999 onderscheid is blijven maken tussen de verschillende staatsleningen. Het grote aantal aanbieders maakt de markt er voor de intermediairs en beleggers niet overzichtelijker op, maar het voordeel is een breed aanbod. Indien verbod van liquiditeit in staatsleningen een probleem mocht worden, dan heeft dat geen negatieve consequenties voor het afdekken van risico's. De futures-contracten zijn daarvoor bij uitstek geschikt. Verder geldt dat de concurrentie tussen staten positieve gevolgen heeft gehad, bijvoorbeeld door nieuwe markten voor schatkistpapier te stimuleren.

## Geïndexeerde staatsleningen

Frankrijk was tot voor kort het enige euroland dat indexleningen uitgaaf. Kort geleden volgde Griekenland en momenteel overwegen verschillende landen het. Een belangrijk argument dat voor uitgifte van indexleningen pleit is dat een groep marktpartijen er behoefte aan heeft. Verzekeraars en pensioenfondsen hebben verplichtingen die aan de inflatie zijn geïndexeerd en voor hen kan een activum met indexatie handig zijn. Een belangrijk nadeel (voor de uitgevende staat) is dat het instrument budgettaire onzekerheid meebrengt. Zoals door Vlaar<sup>8</sup> beargumenteerd kan een staat veel beter schatkistpapier uitgeven. Dit heeft een looptijd van enkele maanden tot een jaar en brengt ook budgettaire onzekerheid mee, maar is veel goedkoper dan een indexlening. Voor Frankrijk vormt het uitgeven van indexleningen een strategische keuze, onderdeel van het streven om een compleet palet aan producten aan te bieden en Parijs als financieel centrum te promoten. De budgettaire implicatie is daaraan ondergeschikt gemaakt. In recente besprekingen in de oeso en de eu over dit onderwerp zijn nog andere overwegingen naar voren gebracht. Zo voeren vooral kleinere landen aan dat zij hun financieringsbehoefte verdelen over zo weinig mogelijk, grote leningen. Indexleningen aan hun palet toevoegen zou gewone leningen kleiner maken en verdraagt zich niet met het streven maximale liquiditeit te bevorderen.

### [tabel 1](#)

Totaal	overheden			banken	bedrijven	overig
	totaal	Bunds	dsls oat			
7725	3420	710	172 644	2656	485	1164

Bronnen: ECB, Finanzagentur GmbH, Agenschap Financiën, Agence France Trésor.

1 J. L. van Zanden, Nederland 1780-1914, Balans, Amsterdam, 2000, blz. 52.

2 G.F.T. Wolswijk, W.M. Masselink en J. de Haan, Overheidsschuld, uitdagingen voor het schuldmanagement na de invoering van de euro, NIBE, Amsterdam, 2003, blz. 57.

3 Zie het rapport van de Giovannini-group van financiële marktpartijen van 8 november 2000.  
[www.europa.eu.int/comm/economy\\_finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf](http://www.europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf)

4 De bundfuture is een termijncontract. De koper krijgt op de einddatum, bijvoorbeeld over twee maanden, een tienjarige Bund geleverd.

5 Zie imf, International capital markets, developments, prospects, and key policy issues, Washington, augustus 2001,  
[www.imf.org/external/pubs/ft/icm/2001/01/eng/index.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/2001/01/eng/index.htm)

6 HICP: harmonized index of consumer prices. Dit geharmoniseerde definitie maakt cijfers in Europees verband vergelijkbaar.

7 MTS is een in Italië ontwikkeld elektronisch handelssysteem (Mercato dei Titoli di Stato). MTS-Amsterdam gebruikt deze software om de elektronische markt in Nederlandse staatsleningen mogelijk te maken.

8 P. Vlaar, Wie wil er indexleningen uitgeven?, ESB, 16 oktober 1996, blz. 855-857.