

Overheid

Financiering van de Nederlandse staatsschuld

De Staat heeft de afgelopen jaren enkele belangrijke vernieuwingen in zijn financieringsbeleid doorgevoerd. Zo worden vanaf juni 1989 onderhandse leningen uitgegeven met een looptijd van twintig jaar, waarbij na tien jaar geldgever en Staat een rentepercentage voor de volgende tien jaar overeen moeten komen. In maart 1990 hanteerde het Agentschap van Financiën voor het eerst de toonbankuitgifte, in combinatie met een Amerikaanse tender. Verder is de emissieprovisie voor openbare leningen per juli 1990 afgeschaft. En zeer onlangs werd een openbare tender-lening uitgegeven met een looptijd van vijftien jaar, zonder vervroegde aflossingsclausule (va-clausule). Er kan dus niet worden beweerd dat het financieringsbeleid niet is vernieuwd. Zo gezien lijkt het rapport *Financiering van de Nederlandse staatsschuld*, dat de Algemene Rekenkamer onlangs aan de Tweede Kamer heeft aangeboden, mosterd na de maaltijd¹. Niets is echter minder waar. Veel van de recente wijzigingen in het financieringsbeleid vloeien waarschijnlijk (mede) voort uit de aanbevelingen die de Rekenkamer in een eerder stadium van het onderzoek heeft geformuleerd (onder andere afschaffen provisies voor openbare leningen, toonbankuitgifte). Over deze wijzigingen spreekt de Rekenkamer dan ook zijn voldoening uit. Desalniettemin worden in het rapport enkele kritische kanttekeningen bij het financieringsbeleid geplaatst. Allereerst heeft de Rekenkamer kritiek op de schaarse informatieverstrekking aan het parlement over de doelstellingen van en de randvoorwaarden voor het financieringsbeleid². Hoofddoelstelling van dit beleid is de financieringsbehoefte te dekken tegen, over een langere termijn gezien, minimale kosten. Hierbij worden de kosten opgevat in ter-

men van rente en risico. Tussen het minimaliseren van de rentelasten en het vermijden van risico's bestaat een zekere spanning. De Nederlandse overheid stelt zich hierbij risicomijdend op. De subdoelstellingen die kunnen worden onderscheiden zijn: zo lang mogelijke looptijden, een gelijkmatige financieringsbehoefte en frontloading (het dekken van een meer dan evenredig deel van de financieringsbehoefte aan het begin van het jaar om te voorkomen dat het Rijk op het eind van het jaar gedwongen wordt tegen ongunstige condities te lenen). Randvoorwaarden die hierbij gelden zijn ondermeer: geen monetaire financiering, geen leningen in vreemde valuta, niet lenen in het buitenland, op leningen met een oorspronkelijke looptijd van meer dan tien jaar is altijd de va-clausule van toepassing en leningen hebben bij uitgifte een gemiddelde looptijd van langer dan vijf jaar.

Naast deze algemene kritiek gaat de Algemene Rekenkamer in zijn rapport in op enkele aandachtspunten, waaronder de va-clausule. Door hoogrentende leningen vervroegd af te lossen, kon het Rijk de laatste jaren een budgettair voordeel realiseren van ongeveer een miljard gulden. De va-clausule vormt echter een belemmering voor het streven naar langere looptijden en zal bovendien leiden tot een hogere rente. De Rekenkamer concludeert: "Het zou goed zijn als de minister zou kunnen aangeven hoeveel gewicht hij toekent aan de clausule in samenhang met de doelstelling van looptijdverlenging." (blz. 17). Het is zeer opmerkelijk dat de recente vijftienjarige openbare bullet-lening geen va-clausule kent. Opvallend genoeg is het effectieve rendement van deze lening door de grote belangstelling van beleggers lager dan die van vergelijkbare tienjarige bullet-leningen.

Hoewel de Rekenkamer in zijn rapport wel wijst op het feit dat de overheid in veel andere landen (Verenigde Staten, Verenigd Koninkrijk, Japan, Duitsland) een veel breder scala van instrumenten hanteert om de financieringsbehoefte te dekken, verbindt de Rekenkamer hieraan geen conclusie. Dat is jammer. Een bredere spreiding van looptijden (met het accent op de lange kant van de markt) lijkt zeer wenselijk met het oog op een betere afstemming op de behoefte van verschillen-

de categorieën beleggers en een betere spreiding van de aflossingen³. De ervaring met de recente vijftienjarige bullet leert dat er voldoende belangstelling bestaat voor leningen met een lange looptijd.

De Rekenkamer is verder van oordeel dat hantering van monetaire neutrale financiering per kalenderjaar willekeurig is en misschien beter voor een langere periode zou kunnen gelden. Het belang dat wordt gehecht aan het voorkomen van monetaire financiering in combinatie met onzekerheid over de uitgaven- en inkomstenstromen maakt de kans op 'overfunden' groot. 'Overfunden' maakt het financieringsbeleid duurder.

Kritiek heeft de Rekenkamer ook op het gebruik van de zogenaamde interventiepot van de Agent. Deze pot, die eind 1989 is verhoogd van f 1 miljard tot f 2 miljard, wordt op twee manieren gebruikt:

- aan- en verkopen op de secundaire markt, voordat een emissie plaats vindt om een marktconform effectief rendement te realiseren;
- bevordering van de verhandelbaarheid van leningen op de secundaire markt, door na de inschrijving eventueel te kopen om de koers van de lening te ondersteunen en te verkopen om in navraag te voorzien.

Met name bij dit laatste plaatst de Rekenkamer een vraagteken: "Het nut van het gebruik van de interventiepot om te voldoen aan navraag is twijfelachtig, omdat ook de markt daarin zou kunnen voorzien. Dit is gunstig voor de prijsvorming en verhandelbaarheid en vermindert bovendien de noodzaak van koerssteun door de Agent." (blz. 27). De Algemene Rekenkamer meent ten slotte dat de potentiële voordelen van indexleningen zodanig groot zijn dat uitgifte ervan op zijn minst overwogen zou kunnen worden. In de Memorie van Toelichting bij Begrotingshoofdstuk IXA heeft de mi-

1. Financiering van de Nederlandse staatsschuld, Tweede Kamer, vergaderjaar 1990-1991, 22066, nr. 1.

2. Zie ook M.J.L. Jonkhart en B.G.J. Walschots, Het financieringsbeleid van de Staat der Nederlanden, *ESB*, 6 januari 1988, blz. 28-33.

3. Zie K.P. Goudswaard en J. de Haan, Nationale schuld, *Jaarboek Overheidsuitgaven*, Schoonhoven, 1990.

nister van Financiën een afwijzend standpunt ingenomen over uitgifte van indexleningen door de Staat.

Naar het oordeel van de minister wegen de voordelen niet op tegen de nadelen⁴.

Het is verheugend dat het financieeringsbeleid van de Staat de laatste tijd een toenemende belangstelling ondervindt. Het is te hopen dat de Tweede Kamer de minister van Financiën op basis van het rapport van de Rekenkamer vraagt verantwoording af te leggen over het gevoerde beleid.

J. de Haan

De auteur is verbonden aan de Economische Faculteit van de Rijksuniversiteit Groningen.

4. Zie K. Goudswaard en J. de Haan, Voor- en nadelen van indexleningen, *Openbare Uitgaven*, 1990, nr. 5, blz. 204-211.