

Het financieringsbeleid van de Staat der Nederlanden

De Staat der Nederlanden is de grootste geldvrager op de Nederlandse kapitaalmarkt en hij zal dat, ondanks de inspanningen om het financieringstekort te verminderen, voorlopig nog wel blijven. Daarom is het opvallend dat er in het algemeen weinig bekend is c.q. veel onbegrip bestaat over de beleidsprincipes die worden gehanteerd bij het aantrekken van staatsleningen. In dit artikel wordt hiervan een overzicht gegeven. Tevens wordt ingegaan op de kritiek dat de staat te conservatief zou zijn in zijn financieringsbeleid.

PROF. DR. M.J.L. JONKHART - DRS. B.G.J. WALSCHOTS*

Inleiding

De financieringsbehoefte van de staat is groot en nog steeds stijgende. Mede door de toenemende herfinanciering van aflossingen op de gevestigde staatsschuld zal de staat, ondanks de inspanningen om het financieringstekort terug te dringen, ook de komende jaren een dominante positie als geldvrager op de Nederlandse kapitaalmarkt innemen. Het doel van dit artikel is een overzicht te geven van de beleidsprincipes die de staat hanteert bij het aantrekken van staatsleningen en, voor zover mogelijk, na te gaan in hoeverre die principes ook in het gerealiseerde beleid zijn terug te vinden. Daartoe wordt eerst een schets gegeven van de omvang van de financieringsbehoefte in de afgelopen en de komende jaren. Vervolgens wordt ingegaan op de uitgesproken financieringsprincipes en de mate

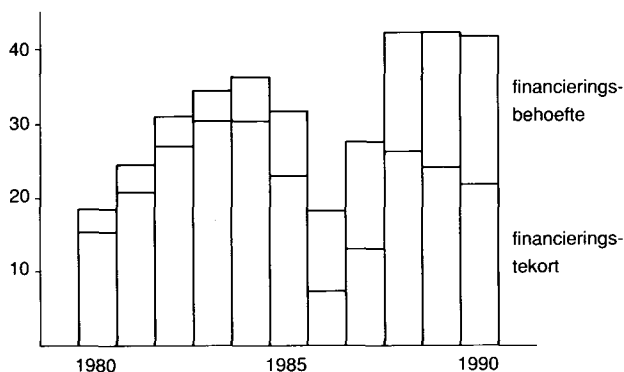
waarin die principes in het feitelijke beleid zijn terug te vinden. Ten slotte wordt aandacht besteed aan de vraag in hoeverre de staat bij het voorgaande een innoverend gedrag ten toon spreidt.

Financieringsbehoefte

Figuur 1 laat de financieringsbehoefte van de staat zien voor de periode 1980 tot en met 1990, dus tot en met het einde van de huidige kabinetsperiode. Voor 1987 en latere jaren is daarbij uitgegaan van de ramingen zoals die zijn opgenomen in de Miljoenennota's 1987 en 1988. De figuur toont een gestage groei van f 18,5 mrd. (7,0% van het netto nationale inkomen, nni) in 1980 via f 36,4 mrd. (10,2% nni) in 1984 tot f 42,5 mrd. (10,8% nni) in 1988. In 1989 en 1990 zal de financieringsbehoefte naar verwachting fractioneel lager zijn dan dit laatste cijfer, namelijk respectievelijk f 42,4 mrd. (10,5% nni) en f 41,9 mrd. (9,8% nni). De scenario's zoals opgenomen in de *Miljoenennota 1988* laten zien dat na 1990 weer een verdere stijging optreedt, die zich in elk geval tot in het midden van de jaren negentig zal blijven voortzetten.

Bij figuur 1 past een aantal opmerkingen. In de eerste plaats toont de figuur voor de jaren 1985 tot en met 1988 een rooskleuriger beeld van de financieringsbehoefte dan deze in werkelijkheid is. De oorzaak daarvan is gelegen in de vooral in 1986 en 1987 omvangrijke vervroegde aflossingen van woningwetleningen. Tabel 1 geeft daarvan een

Figuur 1. Financieringsbehoefte en -tekort van het rijk, 1980-1990, mrd. gld.



* De heer Jonkhart is directeur Binnenlands Geldwezen bij het Ministerie van Financiën en hoogleraar Financierings- en Belegingsvraagstukken aan de Faculteit der Economische Wetenschappen van de Erasmus Universiteit Rotterdam. De heer Walshots is beleidsmedewerker bij de directie Binnenlands Geldwezen van het Ministerie van Financiën. Deze bijdrage is geschreven op persoonlijke titel.

Tabel 1. Vervroegde aflossingen op woninweteningen en de financieringsbehoefte van het rijk, 1985-1988 in mrd. gld.

	1985	1986	1987 ^a	1988	1989	1990
Vervroegde aflossingen op woningweteningen (v.a.w.)	2,3	16,3	14,9	2,8		
Financieringsbehoefte, gecorrigeerd voor de v.a.w.	34,1	33,9	42,6	45,3	42,4	41,9

a. Vanaf 1987 ramingen.
Bron: *Miljoenennota 1988*.

beeld. Deze vervroegde terugbetalingen aan de staat betekenen weliswaar dat het directe beroep van de staat op de kapitaalmarkt pro tanto vermindert, maar daar staat tegenover dat zij door een rechtstreeks beroep van de woningbouwcorporaties respectievelijk een beroep via de betrokken gemeenten geherfinancierd moeten worden. Het uiteindelijke beslag op de kapitaalmarkt ondergaat daarvoor toch (nagenoeg) geen veranderingen. Op langere termijn werken deze aflossingen bij een gegeven tijdspad voor de ombuigingen bij de staat zelfs nadelig uit, omdat de staat gedurende langere tijd de hogere rente-opbrengsten van deze woningweteningen mist en door de vervroegde aflossing slechts de (soms veel) lagere kapitaalmarktrente van met name 1986 en 1987 uitspaart. Wordt in figuur 1 gecorrigeerd voor het effect van de vervroegde aflossingen van woningweteningen, dan ontstaat voor de jaren 1985-1988 een geheel ander beeld dan de ongecorrigeerde cijfers suggereren (zie tabel 1).

Een tweede opmerking betreft de samenstelling van de financieringsbehoefte. Figuur 1 laat een duidelijke verschuiving zien van tekortfinanciering naar herfinanciering van aflossingen op reeds gevestigde staatsschuld. Bedroegen de aflossingen (exclusief de vervroegde aflossingen op gevestigde staatsschuld) in 1980 nog slechts 17% van de totale financieringsbehoefte, in 1987 loopt dit cijfer al op tot 34% en in 1990 zal het rond de 49% bedragen. De ook na 1990 nog steeds sterk toenemende herfinancieringsbehoefte is de oorzaak van het eerder gememoreerde verschijnsel dat, ondanks de politieke inspanningen om het tekort terug te brengen, de effecten daarvan pas op zijn vroegst ver in de jaren negentig in de omvang van het financieringsberoep van de staat zullen zijn terug te vinden.

Een derde opmerking betreft de (geringe) terugloop in de financieringsbehoefte in 1989 en 1990 ten opzichte van 1988. De achtergrond daarvan is met name gelegen in het effect van de na 1983 opgetreden verlenging van de looptijden van nieuwe schuldtitels van de staat. Hierop wordt later nader ingegaan. Voorts speelt in 1990 het lagere financieringsstekort ten opzichte van 1988 een rol.

Tabel 2 geeft ten slotte voor de jaren 1980-1986 een beeld van de omvang van het beroep van de staat op de binnenlandse kapitaalmarkt in relatie tot de totale omvang van deze markt. In verband met de eerder genoemde effecten zijn zowel cijfers met als cijfers zonder vervroegde aflossingen van woningweteningen opgenomen. Duidelijk blijkt de dominerende positie die de staat op de Nederlandse kapitaalmarkt inneemt.

Doelstellingen en randvoorwaarden

Een samenvattend overzicht van de principes die de staat hanteert bij het voorzien in de financieringsbehoefte,

Tabel 2. Netto kapitaalmarktberoep in procenten van het binnenlandse beroep, 1980-1986^a

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Rijk	29 (29)	47 (47)	59 (59)	68 (68)	72 (72)	52 (57)	23 (57)
Lagere overheid	5 (5)	14 (14)	12 (12)	7 (7)	5 (5)	9 (6)	22 (4)
Particuliere sector ^b	66 (66)	39 (39)	29 (29)	25 (25)	23 (23)	39 (37)	55 (39)
Totaal binnenlands beroep	100	100	100	100	100	100	100

a. Tussen haakjes gecorrigeerd voor vervroegde aflossingen woningweteningen.

b. Inclusief banken, hypotheekbanken en bouwfondsen.

Bron: De Nederlandsche Bank en *Miljoenennota 1988*.

is niet voorhanden. Wel zijn op diverse plaatsen in *Miljoenennota's*, *Memories van Toelichting* op hoofdstuk IX-A van de rijksbegroting en kamerstukken uitspraken aan te treffen over onderdelen van het financieringsbeleid¹. Op basis daarvan ontstaat het volgende beeld:

- in de eerste plaats dient de financieringsbehoefte van enig jaar in dat jaar op de kapitaalmarkt (i.t.t. de geldmarkt) te worden gedekt;
- in de tweede plaats wordt gestreefd naar verlenging van de looptijden van nieuw af te sluiten schuldtitels;
- in de derde plaats streeft de staat, afhankelijk van het tekortverloop binnen het jaar, naar een zekere mate van 'frontloading', dat wil zeggen naar een relatieve concentratie van het financieringsberoep in de eerste helft van het kalenderjaar.

Naast het voorgaande heeft de staat zich zelf, blijkens dezelfde bronnen, expliciet een aantal beperkingen opgelegd:

- de staat wenst in de behoefte te voorzien door een beroep op de binnenlandse kapitaalmarkt, dat wil zeggen de staat ziet bewust af van de mogelijkheid op buitenlandse en internationale kapitaalmarkten te lenen, hetzij in guldens, hetzij in enige andere valuta;
- de staat wenst geen gebruik te maken van geïndexeerde leningen;
- meer in het algemeen worden leningen afgewezen die de budgettaire onzekerheid vergroten; dat betekent dat in principe slechts met een vaste coupon wordt geleend;
- langlopende leningen, dat wil zeggen leningen met een oorspronkelijke looptijd van meer dan tien jaar, worden slechts aangegaan wanneer na uiterlijk tien jaar vervroegde aflossing tot de mogelijkheden behoort.

Ten slotte mag uiteraard worden aangenomen dat de staat er binnen het hier geschetste kader naar zal streven om zo goedkoop mogelijk te lenen.

Doelstellingen nader bezien

Dat de financieringsbehoefte op de kapitaalmarkt moet worden gedekt, volgt uit een afspraak tussen de staat en De Nederlandsche Bank (DNB), die ertoe strekt dat de staat zich vanaf 1983 onthoudt van liquiditeitscreatie (dat

1. Zie: *Miljoenennota 1980* en *Miljoenennota 1984*; *Memories van Toelichting* op hoofdstuk IX-A van de rijksbegroting 1985, 1986, 1987 en 1988, kamernummers 18 600, 19 200, 19 700 en 20 200; *Handelingen 2*, zitting 1981-1982, 9e UCV van de Vaste Kamercommissie voor Financiën op 25 januari 1982.

Tabel 3. Liquiditeitssaldo rijk (+ = liquiditeitsvernietiging), 1980-1986, in mrd. gld.

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Liquiditeitssaldo	-1,9	-1,8	-1,0	0,4	-0,9	2,3	3,4

Bron: Jaarverslag DNB, Statistische bijlage, tabel 4.2.

wil zeggen van monetaire financiering). De motivering hiervoor werd door de minister van Financiën gegeven in januari 1982². De minister betoogde toen dat om drie redenen monetaire financiering door de staat beperkt diende te worden. De eerste reden is dat monetaire financiering door de optredende verdringingseffecten de rentelasten van het bedrijfsleven zou doen stijgen. In de tweede plaats zou door het niet in de hand houden van de monetaire ontwikkeling de kans op inflatie worden vergroot, waardoor op langere termijn de rente zou stijgen. De derde reden is dat een groter beroep van de staat op de geldmarkt "het gevaar van een appreciatie van de gulden sterk vergroot"³.

De afspraak over het *monetair-neutraal financieren* houdt verband met de mogelijkheden die DNB heeft om de liquiditeitenmassa te beheersen. De Wet Financiële Betrekkingen Buitenland (*Stb.* 1980, 321) en de Wet Toezicht Kredietwezen (*Stb.* 1978, 255) bieden de bank instrumenten om liquiditeitscreatie via het buitenland respectievelijk via het bankwezen en de zogenaamde near-banks te beperken. Instrumenten om de liquiditeitscreatie door de overheid aan banden te leggen heeft zij daarentegen niet, zodat daarover afspraken nodig zijn. Het is niet verwonderlijk dat de minister van Financiën, als monetaire autoriteit, en de bank ter zake tot overeenstemming zijn gekomen. De afspraken hielden voor 1981 en de jaren daarna in dat de monetaire financiering van het rijk in 1981 beperkt zou moeten blijven tot f 2,5 mrd. en dat in 1982 een aanzienlijk geringere monetaire financiering zou moeten plaatsvinden, waarna in de daarop volgende jaren de monetaire financiering nihil zou moeten zijn.

Tabel 3 laat zien dat het rijk, ondanks de oplopende financieringsproblemen in de twee genoemde jaren als gevolg van steeds weer tegenvallende tekorten, zelfs een geringere monetaire creatie tot stand bracht dan was afgesproken en dat in de jaren daarna per saldo een omvangrijke liquiditeitsvernietiging heeft plaatsgevonden.

Bij deze tabel past een kanttekening. Hoewel de doelstelling in het kader van de systematiek van de bank ter zake van de toerekening van de liquiditeitscreatie is gerealiseerd, hebben diverse auteurs op de indirecte monetaire financiering door het rijk gewezen⁴. Door de omvangrijke financieringsbehoefte van het rijk wordt als het ware liquiditeitscreatie door het bankwezen — lange kredietverlening aan het rijk waarbij het zelf aantrekken van lange middelen achterblijft — en liquiditeitstoevoer uit het buitenland — via toewijzingen op inschrijvingen van niet-ingezetenen op openbare staatsleningen — gestimuleerd. De minister van Financiën zal daar echter weinig of niets aan kunnen doen anders dan uiteraard het terugbrengen van het tekort.

Het streven naar *looptijdverlenging* wordt ingegeven door de wens om de jaarlijkse herfinancieringslast te beperken⁵. Door een hogere herfinancieringslast nemen de risico's toe; met name gaat het daarbij om de vraag of de huidige beleggers in staatsschuld de vrijvallende middelen wederom daarin zullen beleggen en daarenboven ook nog het tekort van het dan lopende jaar zullen financieren.

De wens tot *looptijdverlenging* is ongetwijfeld ingegeven door de *looptijdverkorting* die optrad onder invloed van de tegenvallende tekortontwikkeling aan het begin van de jaren tachtig en de gelijktijdig optredende rentestijging en ka-

Tabel 4. Gemiddelde looptijden van nieuwe staatsleningen

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Openbare	9,5	7,5	7,0	6,2	6,7	8,4	8,8
Onderhandse	14,0	12,5	8,6	7,7	10,6	11,4	11,4

a. Tot en met 31 juli 1987.

Bron: Memorie van Toelichting, hoofdstuk IX-A, 1988.

pitaaalmarktverkrapping. Tabel 4 laat zien hoezeer de gemiddelde looptijd in de jaren 1980-1983 terugliep, zowel in het openbare als in het onderhandse beroep. Het gevolg daarvan is een dreigende opeenhoping van de aflossingen in de jaren rond 1990. De enige manier om dit te voorkomen is toch weer te proberen om tot looptijdverlenging te komen. Tabel 4 laat zien dat dit beleid in de jaren na 1983 inderdaad zeer succesvol is geweest. Het succes in 1986 is daarbij mede te danken aan de introductie van de 10-jars 'bullet' in de openbare markt, die mogelijk werd na de kapitaalmarktliberalisatie per 1 januari 1986. Gezien het door het rijk thans gehanteerde looptijdenassortiment en de negatieve reacties van de markt op pogingen tot verdere looptijdverlenging (zie bij voorbeeld de resultaten van de 15-jarige lening die de staat in februari 1987 probeerde te plaatsen), moet worden aangenomen dat verdere looptijdverlenging op korte termijn moeilijk te verwezenlijken zal zijn, althans zonder belangrijke innovaties. Heden ten dage zal de doelstelling ons inziens dan ook veeleer gelezen moeten worden als de wens looptijdverkorting te vermijden.

Het streven naar een zekere mate van *'frontloading'* heeft als achtergrond het (op kasbasis) seizoenmatig achterblijven van de inkomsten op de uitgaven in de eerste kwartalen van het jaar⁶. Een evident tweede argument houdt verband met de positie van het rijk op de kapitaalmarkt. Immers, wanneer het beroep op de kapitaalmarkt aan het einde van het jaar achterloopt bij de financieringsbehoefte, zouden de geldgevers zich in een comfortabele positie kunnen bevinden, waarin zij voor hen gunstige condities als het ware kunnen afdwingen; gelet op de afspraak tot monetair neutrale financiering moet de staat immers voor de jaar-ultimo de totale financieringsbehoefte zien te dekken. De ervaringen van het begin van de jaren tachtig leren dat het hier gesignaleerde gevaar niet denkbeeldig is.

Het is moeilijk om te toetsen in hoeverre het rijk de *'frontloading'*-doelstelling heeft kunnen realiseren. Er kunnen aanzienlijke wijzigingen optreden in de elementen die de financieringsbehoefte bepalen, zoals het financieringsstekort, de vervroegde aflossingen op de gevestigde schuld en de vervroegde aflossingen op woningwetleningen. Tabel 5 bevat ter illustratie een confrontatie van de netto financieringsbehoefte zoals deze zich in de loop van de jaren 1982, toen het tekort steeds opliep, en 1986, toen het tegengestelde zich voordeed, ontwikkelde, met het netto kapitaalmarktberoep per ultimo van het tweede kwartaal. De tabel laat zien wat in de lijn der verwachtingen ligt: bij een meevallende tekortontwikkeling wordt de doelstelling

2. Handelingen 2, zitting 1981-1982, 9e uitgebreide commissievergadering van de Vaste Commissie voor Financiën op 25 januari 1982, blz. 25 e.v.

3. Idem, blz. 26.

4. Zie o.a. R.Th.V.M. Pouw, Indirecte monetaire financiering door de overheid, *ESB*, 23 februari 1983.

5. Zie Memorie van Toelichting op begrotingshoofdstuk IX A, 1985, blz.

6. Zie voorts in dit verband A.P. Ranner, Het kasbeheer van het rijk, *Openbare uitgaven*, jg. 16, nr. 2, april 1984, blz. 63-75, i.h.b. blz. 65.

Tabel 5. Financieringsbehoefte en kapitaalmarktberoep^a, in mrd. gld.

	1982				1986			
	MN'82	VJN'82	MN'83	KWB'83/1	MN'86	VJN'86	MN'87	KWB'87/1
Netto financieringsbehoefte ^a	15,8	26,0	27,9	27,0	26,5	19,4	11,9	6,7
Netto kapitaalmarktberoep per 30 juni	13,3	13,3	13,3	13,3	13,1	13,1	13,1	13,1
Idem, in procenten van behoefte	84	51	48	49	49	69	110	196

a. Op kasbasis.

b. Gedefinieerd als bruto financieringsbehoefte -/- reguliere en vervroegde aflossing -/- vervoegde aflossing woningwetleningen. De grote verschillen in 1986 treden op als gevolg van het feit dat de vervroegde aflossingen van de woningwetleningen aanvankelijk P.M. geraamd waren.

Bron: Miljoenennota's (MN) 1982, 1983, 1986, 1987; Voorjaarsnota's (VJN) 1982 en 1986 en Kwartaalberichten DNB (KWB) 1983/1 en 1987/1.

aanmerkelijk eenvoudiger gehaald dan bij een tegenvallende, terwijl zij juist in die laatste situatie zo'n belangrijke rol speelt.

Randvoorwaarden nader bezien

In de *Miljoenennota 1980* wordt beargumenteerd waarom de staat niet in het buitenland leent. *Lenen in het buitenland* "zou uitstel van de vereiste aanpassingen betekenen"⁷ omdat het financieringstekort toch omlaag zou moeten worden gebracht. Voorts wordt het argument genoemd dat "de Nederlandse economie, vergeleken met de meeste andere landen in de wereld een zodanig hoog welvaartsniveau kent, dat ons land zelf de nodige besparingen voor de financiering van overheidsactiviteiten, inclusief hulp aan ontwikkelingslanden, moet kunnen opbrengen"⁸. In de derde plaats wordt door het lenen in vreemde valuta de budgettaire onzekerheid vergroot, omdat, afhankelijk van de wisselkoersontwikkeling, rente- en aflossingsbetalingen kunnen veranderen. Ten slotte valt "vanuit monetair oogpunt... een beroep op buitenlandse financieringsbronnen door de overheid gelijk te stellen met monetaire financiering. Er vindt immers kapitaalvoer plaats"⁹.

Bij deze argumentatie kunnen enkele kanttekeningen worden geplaatst. In de eerste plaats lijkt het argument van de budgettaire onzekerheid tijdgebonden. Anno 1988 is het mogelijk om op de internationale kapitaalmarkt guldenleningen te plaatsen, die de budgettaire onzekerheid niet doen toenemen. Ook kunnen leningen in vreemde valuta via swaps worden omgezet in verplichtingen in de guldenstreek, zij het dat de mogelijkheden daartoe in verhouding tot de bedragen waar het bij de staat om gaat, vermoedelijk toch relatief beperkt zullen zijn. Bovendien is het lenen via swap-transacties niet geheel van onzekerheden ontbloot: voor zover een tegenpartij niet aan zijn verplichtingen kan voldoen, ontstaat alsnog een budgettaire risico.

Ook het monetaire argument behoeft een kanttekening. De modaliteiten van openbare staatsleningen worden in de praktijk mede met het oog op de buitenlandse belangstelling vastgesteld¹⁰ en uiteindelijk brengt de buitenlandse belangstelling voor openbare staatsleningen ook monetaire verzuiming met zich. Blijkens de Memorie van Toelichting op hoofdstuk IX-A van de rijksbegroting voor 1988 bevindt zo'n 10% van de gevestigde schuld zich op dit moment in buitenlandse handen, een cijfer dat de laatste jaren overigens weinig veranderd is. En ten slotte mag worden aangenomen dat bij voldoende grote omvang van het beroep van de staat op het buitenland binnenlandse beleggers de beperking in het aanbod van binnenlands beleggingsmateriaal zullen compenseren door meer in het buitenland te beleggen, waardoor een tegengesteld effect optreedt.

De basis lijkt dan ook vooral te liggen in de discipline die de staat zich zelf oplegt om niet zelf actief het buitenland op te zoeken. Het is het verschil tussen 'halen en brengen', zoals dat door Zijlstra zo treffend is verwoord¹¹. Deze dis-

cipline moet geacht worden een integrerend bestanddeel van de kwaliteit van de Staat der Nederlanden als debiteur te zijn. Als dat door de markt ook als zodanig ervaren wordt, moet dat in principe terug te vinden zijn in een relatief lagere coupon.

Een tweede randvoorwaarde is het *niet uitgeven van geïndexeerde leningen*. Op vragen uit de Tweede Kamer motiveerde de minister van Financiën deze stellingname in 1983 met de volgende vier overwegingen¹²:

- het beschermen van delen van de economie tegen het inflatierisico neemt dat risico niet weg, doch verlegt slechts de 'pijn'. Indexatie van leningen maakt de niet-geïndexeerde inkomens (waaronder het risicodragend kapitaal) gevoeliger voor de inflatie-ontwikkeling;
- een belangrijk praktisch bezwaar tegen geïndexeerde leningen waarbij de hoofdsom wordt aangepast aan het inflatieverloop is, dat, indien zij worden uitgegeven door de staat, er aandrang zal komen op belastingvrijdom voor de bijschrijving op de hoofdsom;
- internationaal zou het uitgeven van indexleningen door Nederland, dat traditioneel een relatief lage en thans ook een absoluut lage inflatie kent, zeker verbazing en zelfs wantrouwen kunnen opwekken;
- het uitgeven van indexleningen vergroot de onzekerheid voor de rijksbegroting omtrent de hoogte van de toekomstige verplichtingen inzake rente en aflossing.

Feit is dat de staat inderdaad geen geïndexeerde leningen heeft uitgegeven ondanks herhaalde publicitaire aandrang daartoe¹³. Gezien de huidige ontwikkelingen met betrekking tot de inflatie (of liever gezegd de afwezigheid daarvan), lijkt de discussie ondertussen minder actueel geworden dan zij destijds was.

De staat streeft meer in het algemeen naar een *beperking van de budgettaire onzekerheid*. Een consequentie daarvan is dat er beperkingen zijn aan de modaliteiten van leningen. Rente- en aflossingsbetalingen zouden dan zoveel mogelijk vast dienen te liggen. De staat is met andere woorden bereid om voor budgettaire zekerheid een prijs te betalen: door langlopende leningen met een vaste coupon uit te geven, wordt de kring van potentiële geldgevers

7. *Miljoenennota 1980*, blz. 27.

8. Idem, blz. 30.

9. Idem, blz. 30.

10. Vlg. de hartekreet van de minister van Financiën in de Tweede Kamer op 10 maart 1981 naar aanleiding van de emissie van de 12%-lening die 2,5 mrd. opbracht: "Maar mijnheer de voorzitter, wat wil ik als ik 7,5% netto tekort van het nationaal inkomen moet financieren. Deze lening is, zoals vele vorige, erop gericht om belangstelling uit het buitenland te krijgen ...". Zie: Handelingen 2, 10 maart 1981, blz. 3838.

11. Zie Jaarverslag De Nederlandsche Bank 1980, blz. 21.

12. Zie Tweede Kamer, vergaderjaar 1983-1984, 18 100 nr. 3, blz. 14 e.v.

13. Zie o.a. E.J. Bomhoff, *Indexatie van de staatsschuld*, Rotterdamse Monetaire Studies, nr. 12, 1983.

Tabel 6. Vervroegde aflossingen door het rijk, in mrd. gld., 1985-1987

	1985	1986	1987 ^a
Openbare leningen	1,5	1,5	0,8
Onderhandse leningen	-	0,3	0,7
Leningen t.l.v. de voorinschrijfrekening	4,2	3,3	0,8
Totaal	5,7	5,1	2,2 ^b

a. Tot en met 31 juli.

b. Afrondingsverschil.

Bron: Memorie van Toelichting IX-A, 1988.

kleiner, waardoor de 'prijs' van de lening moet stijgen om een zelfde opbrengst te krijgen. Leningen met een korte looptijd en leningen met een renteaanpassing passen immers beter in het balansbeheer van bij voorbeeld de geldscheppende instellingen, terwijl ook het buitenland vanwege het valutarisico en de particuliere beleggers vanwege hun liquiditeitsvoorkeur hiervoor een preferentie hebben.

De staat neemt ten slotte in leningen met een oorspronkelijke looptijd die langer is dan tien jaar een *vervroegde aflossingsclausule* (v.a.-clausule) op¹⁴. Vervroegde aflossing is mogelijk nadat tien jaar van de oorspronkelijke looptijd is verstreken. Vanaf 1985 is de staat ertoe overgegaan om leningen vervroegd af te lossen. De minister van Financiën motiveerde dit met een vijftal overwegingen¹⁵. In de eerste plaats speelt de opbrengst van deze operaties een rol. Ten tweede is van belang dat de staat voor het recht op vervroegde aflossing een prijs heeft betaald in de vorm van een hogere coupon dan c.p. zonder v.a.-clausule. Een derde overweging is dat ook de geldgever, indien dat voor hem voordelig is, van eventueel verworven keuzerechten gebruik maakt (zie de zogenaamde 'extendables'¹⁶). De vierde overweging is dat de staat in het verleden al eens gebruik heeft gemaakt van dit recht. Ten slotte speelt een rol dat ook andere debiteuren gebruik maken van eventuele mogelijkheden voor vervroegde aflossing. Overigens wordt de vervroegde-aflossingsclausule niet opgenomen in de leningvoorwaarden van de extendables die na verlenging tot een totale looptijd van meer dan tien jaar komen.

Indien vervroegde aflossing mogelijk is, wordt een afweging gemaakt of vervroegde aflossing plaats dient te vinden of niet. Daarbij spelen diverse elementen een rol¹⁷. In de eerste plaats is uiteraard het netto budgettaire voordeel van belang en in de tweede plaats de eventueel optredende risico's. Vervroegde aflossing leidt tot rentebesparingen indien de herfinanciering plaatsvindt tegen een lagere rente en de kosten van de aflossings- en herfinancieringsoperatie — boete, advertentiekosten, emissieprovisie enz. — deze rentebesparingen niet teniet doen. De potentiële risico's betreffen de herfinanciering. De herfinancieringsbehoefte neemt door de vervroegde aflossing toe. Indien de dekking van de reguliere financieringsbehoefte problematisch verloopt, kan vervroegde aflossing wel eens minder gewenst zijn. Ook de actuele omstandigheden op de kapitaalmarkt kunnen de vervroegde aflossing minder aantrekkelijk maken. Gedacht zou kunnen worden aan perioden van grote onzekerheid. Daarnaast kan de verwachte ontwikkeling van de kapitaalmarktrente aanleiding zijn om niet tot vervroegde aflossing over te gaan.

Sommige beleggers menen dat de v.a.-clausule een dermate eenzijdig voordeel voor de staat oplevert dat zij leningen met deze clausule niet in portefeuille nemen. Dit duidt ons inziens op een anomalie in de Nederlandse kapitaalmarkt. Immers, in een efficiënte kapitaalmarkt spelen dit soort overwegingen geen rol, maar worden extra risico's

Tabel 7. Netto budgettaire voordeel van vervroegde aflossing van het rijk, in de periode 1985-1987, in mln. gld.

	1985	1986	1987 ^a
Rentevoordeel	420	315	178

a. Tot en met 31 juli.

Bron: Memorie van Toelichting IX-A, 1988.

voor de geldgevers eenvoudig vertaald in een (marktconforme) risico-opslag in de rente. Tabel 6 laat zien voor welke bedragen de staat in 1985 tot en met 1987 leningen vervroegd heeft afgelost.

Het herfinancieringsrisico is bij vervroegde aflossing van leningen ten laste van de voorinschrijfrekening, gelet op het bepaalde in de Beleggingswet (Stb. 1928, 507), afwezig. Op de voorinschrijfrekening bij de staat worden door het Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds (ABP) de pensioenpremies van rijksambtenaren en onderwijzend personeel gestort. Regelmatig vinden consolidaties van bedragen plaats in onderhandse leningen waarbij de modaliteiten zijn gekoppeld aan die van de laatst uitgegeven staatslening. Met het ABP wordt steeds herfinanciering van vervroegd afgeloste leningen overeengekomen. Het netto budgettaire voordeel dat de staat met de vervroegde aflossingsclausule heeft behaald, is aanzienlijk, zoals blijkt uit tabel 7.

Innovaties

In een tijd dat de internationale kapitaalmarkten in turbulente beweging zijn, kan men van tijd tot tijd de vraag horen of de staat wel voldoende innovatief te werk gaat in zijn financieringsbeleid. Laat, met andere woorden, de staat niet kansen liggen en financiert hij zich daardoor niet te duur? Voor een antwoord op deze vragen dient op twee zaken nader ingegaan te worden:

- is het wel waar dat de staat weinig innoveren optreedt? en
- in hoeverre heeft de staat voldoende interessante mogelijkheden om met verdere innovaties voordelen te behalen?

Wie goed kijkt, ziet dat de staat wel degelijk een aantal belangrijke innovaties heeft doorgevoerd. Allereerst valt te denken aan de sedert 1980 uitgegeven extendables, waarop later in deze paragraaf nog zal worden teruggekomen. In de tweede plaats is de staat na de kapitaalmarkt deregulering van 1 januari 1986 in de openbare markt inmiddels vrijwel geheel overgeschakeld op bullet-leningen, varië-

14. De hoofdelementen van de vervroegde aflossingsclausule, zoals deze vanaf 20 mei, 1986 gelden, zijn de boetepercentages, het tijdstip waarop vervroegde aflossing kan plaatsvinden en de opzegtermijn. De boetepercentages zijn thans gebaseerd op de resterende looptijd van de lening, waarbij een onderscheid wordt gemaakt tussen openbare en onderhandse leningen. Ze bedragen voor de openbare (onderhandse lening 2% (3%), 3% (4%) respectievelijk 4% (5%), al naar gelang de resterende looptijd minder dan of gelijk aan vijf jaar is, meer dan vijf jaar maar minder dan of gelijk aan tien jaar, dan wel meer dan tien jaar. Vervroegde aflossing van staatsleningen kan te allen tijde plaatsvinden en de opzegtermijn bij vervroegde aflossing bedraagt vier weken.

15. Er is één langlopende lening zonder vervroegde aflossingsclausule, namelijk 10,5% 1980-91/2000, groot f 1,4 mrd.

16. Een extendable is een lening waarbij de geldgever het recht heeft om de looptijd van de lening te verlengen.

17. Zie het antwoord van de minister van Financiën op vragen van het Tweede-kamerlid Engwirda, d.d. 28 januari 1985.

rend in looptijd van 6 tot 10 jaar. In de derde plaats is de staat in de openbare markt in de laatste jaren geheel overgegaan op tenderemissies, een techniek die de staat nog steeds als enige hanteert, maar die mondiaal wel als een van de meest vooraanstaande voor grote debiteuren wordt gezien. In de onderhandse markt is het aantal varianten dat de staat hanteert, met name qua aflossingsschema, nog steeds vrijwel dagelijks aan wijzigingen onderhevig, al naar gelang de wensen van de crediteur (en uiteraard die van de debiteur). En ten slotte is in de loop van 1986 in de markt voor schatkistpapier bij een tweetal gelegenheden een niet onbelangrijke vernieuwing doorgevoerd. In de eerste helft van 1986 is een dubbele tender opengesteld terwijl in het najaar voor het eerst sinds 1980 — en met succes — is overgegaan tot de toonbankafgifte van schatkistpapier waarbij verschillende looptijden werden gehanteerd. Al met al kan ons inziens niet in redelijkheid worden volgehouden dat de staat niet innoverend is opgetreden.

Critici die graag een meer innoverend gedrag zouden zien, zullen op dit punt ongetwijfeld de vraag opwerpen waarom de staat, als hij dan zo innovatief is ingesteld, niet komt met leningen met warrants, wellicht ook met floating rate notes, of anderszins met 'leuke' dingen voor de beleggers. Vanuit de filosofie dat de belegger bereid zou zijn voor een element van 'spanning' in de anders zo 'saai' staatsleningen iets te betalen, zou op deze wijze toch een voordeel te behalen moeten zijn. Dat klinkt aantrekkelijk, maar het lijkt in te druisen tegen het fundamentele ervaringsfeit dat er in goed ontwikkelde kapitaalmarkten niet zoiets als een 'free lunch ticket' bestaat. Met andere woorden, wat goedkoper lijkt, bij voorbeeld omdat een lagere coupon gerealiseerd kan worden, behoeft dat niet ook altijd te zijn en blijkt dat ook zelden of nooit te zijn. In principe krijgt de emittent in een redelijk efficiënt functionerende kapitaalmarkt de rekening altijd gepresenteerd, hetzij doordat hij elders hogere kosten moet maken, hetzij doordat hij op de een of andere wijze meer risico moet accepteren.

Omdat de staat, blijkens de teneur uit de vorige paragraaf, als een van de basisprincipes heeft zich zo solide mogelijk, dat wil zeggen met zo min mogelijk risico's te financieren, betekent bovendien dat als de staat met het soort innovaties als hier bedoeld op de markt verschijnt, er meestal iets bijzonders aan de hand is. Het is, met andere woorden, geen toeval dat de extendable geïntroduceerd werd op het moment dat de staat geconfronteerd werd met oplopende moeilijkheden bij de tekortfinanciering. De staat lijkt 'leuke dingen voor de beleggers' vooral dan in te zetten wanneer er 'volume' gemaakt moet worden om de financieringsdoelstellingen te halen, veeleer dan om de coupon — als slechts een van de 'prijs'-elementen — te drukken. Zo bezien vormt een 'saai' financieringsbeleid, waarbij de staat zelf conform zijn eigen uitgangspunten zo min mogelijk risico's loopt, een gunstig marktsignaal.

Men kan zich bovendien afvragen of de staat wel zoveel mogelijkheden tot innovatie heeft. Veel innovaties in het bedrijfsleven worden bij voorbeeld ingegeven door de fiscale regelgeving. Voor de staat is het weinig productief om langs dit soort wegen te trachten de financieringslasten terug te brengen: de rekening wordt immers via de achterdeur van de verminderde belastingopbrengsten weer gepresenteerd. Zien wij het goed, dan zijn er voor de staat eigenlijk maar twee echte mogelijkheden om via innovatie tot kostenreductie te komen. Voor zover vernieuwing op zich het korte-termijneffect van iets williger beleggers heeft, zou — althans in theorie — daarvan geprofiteerd kunnen worden. In dat geval wordt van tijd tot tijd langs de weg van 'innovaties om te innoveren' gebruik gemaakt van wat eigenlijk (tijdelijk) irrationeel prijsgedrag is¹⁸. Omdat de beleggers er in dat soort gevallen vroeg of laat toch achter komen dat zij eigenlijk te weinig beloond worden, lijkt dit een weinig solide basis om op te varen voor een geldvrager die

tot ver in de toekomst grote bedragen uit de kapitaalmarkt moet halen. Wel loopt men er het risico mee het beleggerssentiment op wat langere termijn tegen zich te keren. De tweede mogelijkheid is dan meer solide, maar daarmee tevens moeilijker te verwezenlijken, namelijk het komen met nieuwe vormen die aan de markt echt iets toevoegen dat er voorheen niet was, en dat ook niet via 'repackaging' te creëren was. Een voorbeeld daarvan vormt de eerder gememoreerde bullet-lening in de openbare markt. Meestentijds wordt dit soort innovaties echter pas mogelijk wanneer er echte principiële veranderingen in de marktomstandigheden plaatsvinden (bij voorbeeld een dereguleringsronde zoals in het geval van de bullet), en dan nog is het aantal mogelijkheden om dit soort principiële toevoegingen aan het 'marktassortiment' te doen, zeer beperkt¹⁹.

Besluit

In het voorgaande is een schets gegeven van het financieringsbeleid van de staat. Naar voren komt het beeld van een beleid dat volgens sommigen wellicht te (?) conservatief wordt geacht, maar dat door de staat zelf als noodzakelijk signaal wordt gezien om zich te kwalificeren als de degelijkste debiteur onder de debiteuren, en daarmee als degene die, gemeten in termen van risico-opbrengstcombinaties, in elk geval op de lange duur veruit het goedkoopste leent. Of dat ook waar is, blijft altijd een kwestie van 'gevoel', omdat niemand weet tegen welke condities de staat had kunnen lenen als hij het anders had gedaan. Wie gelooft in een redelijke mate van efficiëntie van de Nederlandse kapitaalmarkt, moet echter aannemen dat ook voor de staat geen 'free lunch tickets' bestaan.

M.J.L. Jonkhart
B.G.J. Walschots

18. Vgl. bij voorbeeld J.C. van Horne, Of financial innovations and excesses, *The Journal of Finance*, mei 1985, blz. 621-631.

19. Het gaat hier in essentie om het gebruik maken van de zogenaamde incompleetheit van de markt; zie voor een nadere uiteenzetting bij voorbeeld M.J.L. Jonkhart, *Vermogensmarkt in werking; een financieringstheoretisch perspectief*, Staatsuitgeverij, 's-Gravenhage, 1987, in het bijzonder blz. 8-11 en 18-19.