

# Het financieringsbeleid van de staat

In Den Haag wordt veel gepraat over het financieringstekort en weinig over het financieringsbeleid. Door de grote omvang van de tekorten is dit onderwerp echter zeker zo belangrijk. Onlangs verscheen er in *ESB* een artikel van twee ambtenaren van Financiën over de schuldpolitiek. In onderstaand artikel wordt betoogd dat hun bijdrage enige aanvulling behoeft, en het beleid enige aanpassingen. Met name wordt ingegaan op de herfinancieringsproblematiek, die is ontstaan doordat Financiën de looptijden van leningen zo heeft vastgesteld dat een groot deel van de schuld in een korte periode vernieuwd moet worden. Daarnaast wordt aandacht besteed aan de indirecte effecten in de monetaire sfeer en de voorwaarden van de staatsleningen. De auteur bepleit onder meer een grotere diversiteit en flexibiliteit in het opnamebeleid zelf.

DRS. M.V.A. POHLKAMP\*

## Inleiding

Gewoonlijk staan de discussies in politiek Den Haag over het begrotingsbeleid in het teken van de hoogte van het financieringstekort. Afspraken over de snelheid waarmee het tekort moet worden gereduceerd en over de omvang van de bezuinigingen vormen hierbij de belangrijkste aandachtspunten. Een ander wezenlijk onderdeel van het begrotingsbeleid, te weten het financieringsbeleid of, algemener geformuleerd, de schuldpolitiek van de staat, blijft meestal onderbelicht. Het *ESB*-artikel van Jonkhart en Walschots over dit onderwerp<sup>1</sup> kan dan ook als een welkome bijdrage worden beschouwd. In dit artikel wordt aangegeven welke beleidsuitgangspunten de staat bij zijn leningenbeleid hanteert en aan welke randvoorwaarden de dekking van de (omvangrijke) financieringsbehoefte moet voldoen.

Niettemin is er ons inziens aanleiding nader in te gaan op het financieringsbeleid van de staat. In deze bijdrage wordt een aantal punten die in het artikel van Jonkhart en Walschots aan de orde zijn gesteld vanuit een andere invalshoek benaderd en komen enige aanvullende overwegingen inzake het financieringsbeleid van de staat aan de orde.

In de eerste plaats zal worden ingegaan op een aantal aspecten die samenhangen met de noodzaak van looptijdverlenging, zoals de indirecte monetaire financiering en de vervroegde aflossingsclausule. Vervolgens worden enige nieuwe financieringsvormen behandeld die kunnen bijdragen aan betere afstemming van vraag en aanbod op de kapitaalmarkt en het vermijden van inefficiëntie in de secundaire markt. Hierop aansluitend worden suggesties gedaan voor enige veranderingen specifiek in het opnamebeleid zelf. Een en ander wordt afgesloten met een samenvattend overzicht.

## Looptijdverlenging

### Opbouw en samenstelling van de staatschuld

Bij het aangaan van nieuwe leningen zullen de voorwaarden zodanig moeten worden vastgesteld dat in de tijd een evenwichtige en gelijkmatige spreiding van rente- en aflossingsverplichtingen resulteert<sup>2</sup>. Omdat evenwel aan het eind van de jaren zeventig en het begin van de jaren tachtig de financieringsbehoefte sterk steeg en tegelijkertijd de kapitaalmarktverhoudingen verkrachten, werd de overheid afhankelijker van de kapitaalverschaffers waardoor moest worden overgegaan tot een aantal noodgrepen in de leningenvoorwaarden (optieleningen, garantieminimumemissierendement) en een aanzienlijke verkorting van de looptijden van nieuw uitgegeven schuldtitels. Mede vanwege de forse bedragen die destijds moesten worden geleend, ziet de staat zich momenteel en in de komende jaren geconfronteerd met een zeer forse herfinancieringsproblematiek. Circa 43% van de vaste staatsschuld per ultimo 1986<sup>3</sup>, dit is f 94 mrd., zal binnen vijf jaar vervallen. In de vijf jaar daarna zal nog eens circa de helft, te weten f 112 mrd., tot aflossing komen en derhalve moeten worden geherfinancierd.

\* De auteur is als stafeconoom werkzaam bij de Stafgroep Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland. Het artikel is geschreven op persoonlijke titel. De auteur is de heren P. Vernède en drs. N. Vogelaar erkentelijk voor het commentaar op een eerdere versie van dit artikel.

1. M.J.L. Jonkhart en B.G.J. Walschots, Het financieringsbeleid van de Staat der Nederlanden, *ESB*, 6 januari 1988, blz. 28 e.v.  
2. OESO, *Government debt management*, deel 1, Parijs, 1982, blz. 14.

3. Op basis van het laatst beschikbare *Algemeen verslag van de stand der staatsschuld*, Agentschap, 1987, blz. 73.

Tabel 1. Gemiddeld gewogen looptijd van nieuw uitgegeven staatsschuld, in jaren

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Openbaar	9,5	7,5	7,0	6,2	6,7	8,4	8,8	7,9 <sup>a</sup>
VIR	10,8	8,2	7,6	6,5	7,8	8,5	9,8	8,5 <sup>b</sup>
Onderhands	14,0	12,5	8,6	7,7	10,6	11,4	11,4	11,4 <sup>b</sup>

a. Eigen berekening.

b. Tot en met 31 juli 1987 (blijkens de onlangs verschenen Februarinota is ook de gemiddelde looptijd van de onderhandse leningen vorig jaar teruggelopen).  
Bron: Tweede Kamer, vergaderjaar 1987/1988, 20 200 hoofdstuk IX A, nr. 2, blz. 7.

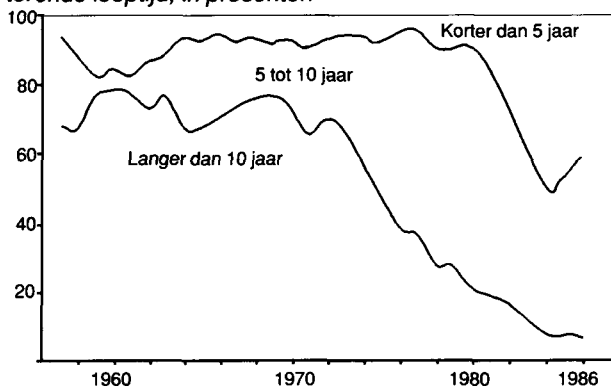
De risico's die een dergelijke herfinancieringsverplichting met zich brengt zijn groot. Houders van staatsschuld hoeven immers niet per definitie tot herbelegging over te gaan, terwijl het gevaar bestaat dat de staat door de zeer hoge behoefte in een dwangpositie komt. Alleen al om deze reden is looptijdverlenging noodzakelijk. De staat heeft hiermee echter vanaf 1985 onvoldoende rekening gehouden. Vorig jaar deed zich zelfs weer een terugval voor in de gemiddelde looptijd. Dat bovendien de looptijden van de meeste in de afgelopen twee jaar uitgegeven vaste leningen zodanig zijn gekozen (6, 7 en 8-jars), dat de aflossingen plaatsvinden in jaren waarin de herfinancieringsproblematiek toch al het grootst is, moet op zijn minst als opmerkelijk worden beschouwd<sup>4</sup>.

Een overweging bij de keuze voor deze beleidslijn kan zijn geweest dat door korte vaste looptijden en een harde gulden de minister van Financiën zich bij voorbaat van een grote (buitenlandse) belangstelling weet verzekerd en bovendien met een lagere rentecoupon kan volstaan dan bij

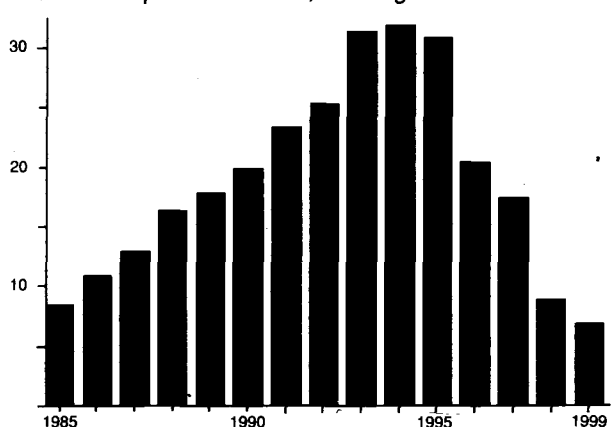
langere looptijden. Financiën bereikt weliswaar met dit beleid in eerste instantie een vermindering van de rentelasten, maar houdt weinig of geen rekening met de extra kosten die door de dan nog grotere herfinancieringslast zullen moeten worden gemaakt. De ervaringen van het begin van de jaren tachtig zijn in dit verband veelzeggend.

In dit verband wordt nog eens gememoreerd, dat de afgelopen twee jaar de staat kon profiteren van in totaal f 33 mrd. aan vervroegde aflossingen van woningwetleningen. Hierdoor werd de fundingsinspanning van de minister van Financiën op de kapitaalmarkt aanmerkelijk verlicht. Dit was dan ook bij uitstek de gelegenheid om tot looptijdverlenging te komen. Bovendien had dit gegeven de vrij vlakke rentestructuur in de recente jaren relatief geringe additionele kosten met zich meegebracht. Het beeld dat zich opdringt bij het gevoerde financieringsbeleid is derhalve, dat de staat zich zodanig op het korte-termijn-volumeaspect concentreert dat de risico's van de herfinancieringsproblematiek te weinig gewicht in de beleidsschaal leggen.

Figuur 1. Indeling van de vaste schuld naar gemiddeld resterende looptijd, in procenten



Figuur 2. Jaarlijkse aflossingslasten op basis van de vaste staatsschuld per ultimo 1987, in mrd.gld.<sup>a</sup>



a. Inclusief de tot en met februari dit jaar uitgegeven openbare leningen.

#### Indirecte monetaire financiering

De looptijdverkorting aan het begin van de jaren tachtig had mede de bedoeling buitenlandse beleggers aan te trekken: beleggingen met relatief korte looptijden maken het wisselkoersrisico minder groot. Opvallend zijn echter vooral de hoge toewijzingspercentages aan het buitenland sinds 1985 (zie tabel 2). Hierbij speelde niet alleen de sterke positie van de gulden op de internationale valutamarkten een belangrijke rol, maar ook het feit dat de leningvoorwaarden (opnieuw) sterk waren afgestemd op buitenlandse beleggers. Deze beleidslijn heeft een aantal nadelen. Een relatief groot aandeel van staatsschuld in buitenlandse handen betekent extra onzekerheid voor de guldenkoers en voor het prijsgedrag van staatsobligaties in de secundaire markt. In de tweede plaats hebben de inschrijvingen van niet-ingezetenen op Nederlandse staatsleningen in het geval van vaste wisselkoersen een direct liquiditeitsverruimend effect. Door de voorwaarden van de leningen ook in tijden van een relatief lichte financierings-taakstelling in belangrijke mate op buitenlandse beleggers af te stemmen (over het verschil tussen 'halen' en 'brengen' gesproken)<sup>5</sup> is sinds 1980 in eerste aanleg een rechtstreekse kapitaalinvloed gegeneerd van circa f 44 mrd. In tijden van een tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans – zoals in de jaren 1978 tot en met 1980 – kan dit nog als een welkome bijkomstigheid worden gezien. In de recentere jaren is deze vorm van indirecte monetaire financiering uit monetair oogpunt echter minder goed te verdedigen. Zo zag de Nederlandsche Bank in de ruime monetaire verhoudingen van de afgelopen twee jaar aanleiding voor een verscherping van het beleid. Of de facto door de staat wordt voldaan aan een van de doelstellingen van het financieringsbeleid, namelijk dat de dekking in be-

4. Illustratief in dit verband is de begin dit jaar uitgegeven 6-jars vaste staatslening van f 7,2 mrd.

5. Idem, blz. 31: "de discipline die de staat zichzelf oplegt om niet zelf actief het buitenland op te zoeken".

Tabel 2. Verkeer Nederlandse staatsobligaties met buitenland, in mrd. gld.

	bruto verkoop	toewijzing nieuwe staatsleningen	terug koop	netto verkoop	aflos- singen	mutatie buitenlands bezit
1979	1,0	18%	0,7	0,4	0,6	-
1980	2,8	30%	2,2	1,2	1,6	0,2
1981	5,2	27%	2,9	2,4	2,8	0,3
1982	9,3	28%	5,1	6,4	2,9	0,4
1983	9,3	21%	4,8	6,9	2,4	0,5
1984	10,3	15%	3,8	7,2	3,1	0,7
1985	13,4	24%	4,9	9,7	3,7	1,2
1986	17,3	33%	4,8	15,5	1,8	1,7
1987	-	39%	8,3	-	-	-
1988 <sup>a</sup>	-	42%	7,0	-	-	-

a. Vier staatsleningen

NB. Op basis van Jaarverslagen en Kwartaalberichten DNB en de Memorie van toelichting van Hoofdstuk IX A van de rijksbegroting

ginsel uit de binnenlandse besparingen dient plaats te vinden, valt te betwijfelen.

De sterk stijgende financieringsbehoefte noodzaakte de staat bovendien zich steeds meer te richten op de particuliere spaarder. Uit de Notitie Spaarstromen blijkt dat particulieren in de periode 1981-1985 ongeveer f 7 mrd. per jaar in staatsobligaties belegden<sup>6</sup>. De minister heeft in antwoord op kamervragen indertijd erkend dat van de huidige wijze van financieren een zuigkracht uitgaat op de particuliere besparingen<sup>7</sup>, waardoor het aantrekken en vasthouden van middelen door banken wordt bemoeilijkt en wat derhalve bijdraagt tot indirecte monetaire financiering via het bankwezen. Meer in het algemeen (rente-renteseignering, fiscale ongelijkheid ten aanzien van contractuele besparingen) kan niet aan de indruk worden ontkomen, dat Financiën zich niet altijd voldoende rekenschap geeft van de consequenties van zijn beleid voor de middelenontwikkeling bij het bankwezen.

Ten einde indirecte monetaire financiering zoveel mogelijk te beperken is looptijdverlenging van nieuw uit te geven schuldtitels gewenst: vooral korte vaste leningen hebben een grote buitenlandse belangstelling tot gevolg en betekenen een rechtstreekse concurrentie voor de toch al onder druk staande toevertrouwde middelen van het bankwezen.

### Looptijdverlenging en vervroegde-aflossingsclausule

Het feitelijk gevoerde beleid is hiermee nog onvoldoende in overeenstemming. Weliswaar wordt dit bemoeilijkt door het onzekere marktbeeld, waardoor beleggers voorkeur hebben voor kortere looptijden, maar bepaalde vragers (lagere overheid, woningbouwsector, ziekenhuizen) zijn niettemin in staat op de onderhandse markt leningen op te nemen met looptijden langer dan 20 jaar. De vraag doet zich dan ook voor welke factoren een rol spelen bij het gegeven dat de grootste vrager op de kapitaalmarkt in onvoldoende mate looptijdverlenging realiseert.

In de eerste plaats is de staat hier zelf debet aan, daar hij in het verleden een te weinig flexibel prijsstelselbeleid op de onderhandse markt heeft gevoerd. In de tweede plaats is de gehanteerde vervroegde-aflossingsclausule (de va-clausule) bij lange leningen van belang. Van oudsher kon de staat het zich permitteren om bij contracten met een looptijd van langer dan tien jaar deze clausule – eenzijdig – op te nemen<sup>8</sup>. Voor zover de va-clausule voor de belegger c.q. de geldgever een grotere onzekerheid ontrent het herbeleggingstijdstip dan wel een verminderde verhandelbaarheid impliceert, mag men aannemen dat dit tot uitdrukking komt in een door de markt afgedwongen hogere prijsstelling op de desbetreffende staatslening<sup>9</sup>. Belangrijker evenwel is de vraag in hoeverre het – eenzijdig –

vasthouden aan dit 'recht' past bij de zich wijzigende kapitaalmarktverhoudingen, waarin sprake is van een toenemende wederzijdse afhankelijkheid van geldvrager en geldnemer. Een constructie waarin beide partijen tussentijds (al dan niet met boetebepaling) tot opzegging kunnen overgaan, lijkt hiermee meer in overeenstemming. Het mislukken van de begin vorig jaar geplaatste 6,25%-lening met een looptijd van 10+5 (en 'dus' met de va-clausule) kan niet worden toegeschreven aan de "negatieve reacties van de markt op pogingen tot verdere looptijdverlenging"<sup>10</sup>.

De opstelling van Financiën om bij looptijden boven de tien jaar onder alle omstandigheden te blijven vasthouden aan de va-clausule vormt naar ons oordeel de belangrijkste belemmering bij het streven naar looptijdverlenging. Deze opstelling bemoeilijkt onnodig de afstemming van vraag en aanbod op de kapitaalmarkt en daarmee de bewegingsvrijheid voor zowel geldvrager als geldnemer<sup>11</sup>.

Looptijdverlenging behoeft niet te leiden tot grotere risico's of een verminderde belangstelling. Op de onderhandse markt zou bij afschaffing van eenzijdige leningsvoorwaarden zonder problemen een geleidelijke en snellere looptijdverlenging kunnen worden doorgevoerd. Ten aanzien van het leningenbeleid op de openbare markt is een en ander des te meer actueel, nu ten opzichte van DM-obligaties een relatief voordeel is verkregen na de aangekondigde invoering van een bronbelasting op rente-inkomsten in West-Duitsland. Het zou getuigen van een 'conservatief' beleid, als de staat deze kans laat lopen. De ervaring op de internationale financiële markten leert bovendien, dat debiteuren met een goede standing en een harde valuta zonder veel concessies in prijs of andere voorwaarden in de langere termijnen kunnen opereren. De Westduitse staat emitteert sinds jaar en dag hoofdzakelijk leningen met een looptijd van 10 jaar (de 'Bundesanleihen'), zonder overigens ooit de va-clausule te hebben ingevoerd. Gezien de standing van de Nederlandse staat is er geen reden hierbij achter te blijven.

6. Tweede Kamer, vergaderjaar 1986/1987, 19 982.

7. Tweede Kamer, zittingsjaar 1985/1986, 19 200, nr. 3, blz. 26.

8. Met uitzondering van de situatie in het begin van de jaren tachtig, toen de staat in een dwangpositie kwam te verkeren en werd doorgeslagen naar de andere kant: via optieleningen is voor in totaal f 37 mrd. een – eenzijdig – recht tot looptijdverlenging in handen van de geldgevers gelegd.

9. De in de Memorie van Toelichting op het begrotingshoofdstuk Nationale schuld (IX A) gepresenteerde besparingen als gevolg van vervroegde aflossingen houden hiermee overigens geen rekening.

10. Idem, blz. 30.

11. Het is tekenend dat de staat tot op de dag van vandaag onderhands tegen 9 + 2 opneemt ten einde de va-clausule te ontlopen.

### Innovaties

Door de jaren heen heeft de wijze van financieren door de staat vrij weinig veranderingen te zien gegeven. Langlopende leningen en kortlopend schatkistpapier zijn beide in een vrij beperkte looptijdvariëteit uitgegeven: de spreiding rond de gemiddelde looptijd in een bepaald jaar is altijd vrij klein. Andere 'vernieuwingen' zijn ofwel noodsprongen (optieleningen) ofwel kunnen niet in alle redelijkheid als creatief worden aangemerkt (tenderemissie; toonbankuitgifte; vrijwel dagelijks wijzigende leningenmodaliteiten). Wel vormen de bullet-leningen een nieuwe en bovendien zeer succesvolle leningvorm, gezien het relatief grote aandeel van deze leningen in de totale omzet van staatsleningen op de effectenbeurs. Ook hierbij geldt echter het bezwaar, dat de tot nu toe uitgegeven vaste leningen in een te beperkte variëteit – 6 tot 10 jaar – zijn uitgegeven en vooral te korte looptijden hebben gekregen<sup>12</sup>.

Wij zijn het eens met het standpunt van Jonkhart en Walschots<sup>13</sup> dat een beleid met weinig 'innovaties' niet op voorhand een negatieve kwalificatie behoeft in te houden. Integendeel, vaak is de grens tussen innovatie en complicatie niet altijd even duidelijk, terwijl het maar de vraag is in hoeverre het bij de standing van de Nederlandse staat als debiteur past om met allerlei 'opgetuigde' financieringsvormen op de markt te verschijnen.

Er zijn echter wel degelijk zinvolle aanpassingen mogelijk:

- een ruimere spreiding in de looptijdenstructuur, zowel bij de vlottende als de vaste schuld, de laatste vooral naar de langere termijn met de nadruk op de onderhandse markt;
- langlopende leningen met rente-aanpassing ('roll-over'), met verschillende rentefixatietermijnen (5-, 10-jaars, eventueel tussenliggende waarden);
- langlopende leningen met staffelvergoeding (verder liggende termijnen krijgen een hogere (vaste) rente);
- schatkistpapier met een variabele rente (drie- en zesmaands Aibor).

Voor de eerste drie vormen geldt: al dan niet met de *wedzijdse* mogelijkheid tot vervroegde aflossing c.q. opvraagbaarheid.

### Diversiteit

Een ruimere diversiteit<sup>14</sup> in rente, looptijd en aflossingsvoorwaarden is om een aantal redenen noodzakelijk.

In de eerste plaats bestaat er de wenselijkheid van consistentie in de leningenvoorwaarden in de overheidssector. Gegeven de noodzaak tot looptijdverlenging, dient ook de staat de weg te volgen die hij in het Ontwerp wijzigingsbesluit leningenvoorwaarden lagere overheid<sup>15</sup> opent voor de lagere overheid en garantiesector om onder bepaalde voorwaarden tot opschorting van de va-clausule te komen.

In de tweede plaats is het aanbod van de verschillende categorieën geldgevers gebonden aan specifieke doelstellingen en kenmerken van de balansstructuur. Voor financiële instellingen spelen hierbij met name de risico's inzake de looptijdtransformatie. Als ervan wordt uitgegaan dat geldgevers bereid blijven overheidspapier op te nemen zonder daarvoor een hoge(re) risicopremie te vragen, dan zal de staat bij zijn financieringsbeleid (uiteraard binnen bepaalde grenzen) rekening moeten houden met de wensen dan wel behoeften van deze partijen.

Ten derde vermindert een grotere diversiteit de herfinancieringsrisico's. Zowel ten aanzien van institutionele beleggers (die meermalen te kennen hebben gegeven een grotere diversificatie in hun beleggingsbeleid na te streven), particulieren, buitenlandse beleggers (vertrouwen en positie van de gulden) alsmede de banken (voorkeur voor de

'traditionele' kredietverlening, balansstructuur) geldt, dat niet per definitie van automatische herbelegging mag worden uitgegaan. Door bij voorbeeld het uitgeven van langlopende leningen, met rentefixatietermijnen variërend van 5 tot 15 jaar, worden deze risico's aanmerkelijk ondervangen. Weliswaar is dan sprake van een budgettaire onzekerheid omtrent de hoogte van de kapitaalmarktrente na afloop van de rentefixatietermijn, maar dit geldt evenzeer wanneer een 'normale' vaste lening met dezelfde looptijd als de rentefixatietermijn wordt uitgegeven. Een lening met rente-aanpassing leidt daarentegen wel tot meer zekerheid ten aanzien van de herfinanciering.

Als vierde aandachtspunt bij de noodzaak van een breed en gevarieerd leningenbeleid geldt het belang van het onderhouden van een brede en efficiënte secundaire markt in staatspapier<sup>16</sup>. Gerelateerd aan de omvang van de huidige staatsschuld mag men gerust stellen, dat de staat ten aanzien van dit onderdeel van de schuldpolitiek niets te verwijten valt. Wat de samenstelling van het beschikbare papier betreft valt echter het nodige te verbeteren. Een onevenredig groot deel van de uitstaande staatsschuld kent een korte resterende looptijd. Tekenend is voorts, dat gemiddeld de helft van de totale dagelijkse omzet in staatsleningen voor rekening komt van de bulletleningen.

De markt, en dus ook de staat, is evenwel gebaat bij leningen van een relatief grote omvang over een brede looptijdvariëteit; hiervoor lijkt meer aandacht wenselijk. Daarnaast verdient het aanbeveling de voorwaarden van nieuwe leningen, uiteraard voor zover de marktontwikkelingen dit toelaten, meer te laten aansluiten op eerder uitgegeven leningen. Eventueel kan de eerste rentebetaling en/of aflossing sneller dan gebruikelijk, dat wil zeggen, binnen een jaar plaatsvinden. Hierdoor worden de stukken van leningen dooreenleverbaar, hetgeen het volume en daarmee de verhandelbaarheid ten goede komt. Enerzijds wordt derhalve gepleit voor een ruimere verscheidenheid in de leningenvoorwaarden, anderzijds moet het belang worden onderkend van de liquiditeit van al geplaatste staatsschuld. Ten slotte zij opgemerkt, dat bij emissies op de openbare markten moet worden gestreefd naar een eenvoudig en duidelijkheid en niet naar het gebruik van de internationaal vrijwel ongebruikte voorwaarden inzake aflossing in termijnen en vervroegde aflossing ("Double Dutch"). Dit leidt tot een betere verhandelbaarheid van, en daardoor vergrote belangstelling voor, guldenpapier, en komt tevens de positie van de gulden alsmede de standing van de staat ten goede.

Ook voor de positie van de Amsterdamse beurs als financieel centrum zou het een goede zaak zijn als de belangrijkste debiteur meer inhoud zou geven aan dit onderdeel van het financieringsbeleid.

12. De opmerking in het eerder genoemde *ESB*-artikel, dat "wel degelijk een aantal innovaties is doorgevoerd", lijkt dan ook ruim geïnterpreteerd.

13. Idem, blz. 33.

14. De discussie over de voor- en nadelen van nieuwe financieringsvormen als zerocouponbonds en geïndexeerde leningen laten wij hier buiten beschouwing. Een grotere mate van variëteit en afstemming op geldgevers zoals aangegeven kan voor de staat al positieve effecten op prijs en beschikbaarheid van de middelen hebben.

15. *Staatscourant*, 24 november 1987.

16. Voordeel van een dergelijke markt is dat marktpartijen de beschikking hebben over liquide papier en dat daarnaast rente- en marktontwikkelingen minder gevoelig worden voor verstoringen. Voorts biedt een brede secundaire markt betere mogelijkheden voor de plaatsing van nieuwe leningen en een voor de monetaire autoriteiten effectiever te voeren openmarktpolitiek.

### Opnamebeleid: frequentie en verdeling

Als grootste vrager op de kapitaalmarkt heeft de staat een belangrijke invloed op de ontwikkelingen in deze markt. Het beslag van de staat op de beschikbare middelen heeft directe implicaties voor het (potentiële) beroep van andere categorieën geldvragers. Daar komt bij dat veel institutionele beleggers hun beleggingsbeleid noodgedwongen afstemmen op het financieringsgedrag van de staat. Tegen deze achtergrond was het wegblijven van de staat op de kapitaalmarkt gedurende zes achtereenvolgende maanden in de tweede helft van 1986 minder gelukkig. De minister had ten minste van de gelegenheid gebruik moeten maken om met nieuwe financieringsvormen en/of looptijdverlenging de markt af te tasten. Dit jaar was al na een maand een derde van de totale financieringsbehoefte gedekt. Een dergelijke onevenwichtige spreiding van het beroep werkt niet ten gunste van een ordelijk verloop van de marktontwikkelingen. Daarnaast impliceert de huidige beleidslijn inzake 'frontloading' dat andere vragers worden gedwongen naar de tweede helft of zelfs de laatste maanden van het kalenderjaar uit te wijken. Voorts zal mede in verband met de toekomstige herfinancieringen een cumulatie van aflossingsbetalingen in het eerste half jaar optreden. Bovendien kan alleen al het streven naar frontloading een opwaartse druk op de rente in het eerste halfjaar tot gevolg hebben. Met betrekking tot de verwachtingen van de marktpartijen leidt dit tot onnodige speculaties en mogelijk het effect van een 'self-fulfilling prophecy'.

Een en ander pleit niet voor een heroverweging van de 'front-loading'-doelstelling (uit risico-overwegingen kan deze beleidslijn worden onderschreven), maar op een aantal punten voor een flexibeler invulling van het financieringsbeleid. Zo zou een aanpassing van de Leningwet kunnen worden overwogen, in die zin dat het wordt toegestaan in een bepaald jaar vooruit te lenen op basis van de stortingsdatum ten behoeve van de financiering van de behoefte van het daaropvolgende jaar. Anderzijds zou een zekere marge inzake de doelstelling van monetair neutrale financiering uitkomst kunnen bieden. In plaats van bij de bepaling van de directe monetaire financiering precies van de jaaruilto uit te gaan, zou de berekening van het directe liquiditeitseffect op basis van een twaalfmaands voortschrijdend gemiddelde kunnen plaatsvinden. Het onregelmatige patroon van de financieringsbehoefte hoeft geen knelpunt te vormen, omdat de staat ook meer dan tot nu toe een beroep kan doen op het financieringsarrangement met de Nederlandsche Bank. Meer in het algemeen wordt gepleit voor een regelmatiger en gespreid contact met de markt. In aansluiting hierop wordt een evenwichtiger verdeling in het gemiddelde beroep per staatslening wenselijk geacht. Ook de ontwikkelingen op de geldmarkt lijken hiermee gediend (vgl. de storting van de recente staatslening van f 7,2 mrd.). Eventueel komt een vorm van 'Daueremittentschap' op de onderhandse markt in aanmerking: periodiek wordt de belegger de mogelijkheid geboden in te schrijven op een tender, waarbij in navolging van de Bundesanleihen in West-Duitsland de lening vooraf op een vast bedrag wordt vastgesteld. Te denken valt aan een maandelijks tender op de onderhandse markt van f 2 mrd.

### Verschuiving naar de onderhandse markt

Met name in perioden van rijpende financieringsproblemen wordt de nadruk zowel qua volume als qua prijs sterk op de openbare markt gelegd. Via deze markt kunnen immers ook de particulieren en het buitenland worden bereikt. Naar ons oordeel zou het evenwel overweging verdienen bij het opnamebeleid meer gebruik te maken van de onderhandse markt. Deze markt biedt gegeven zijn karakter bij

uitstek de mogelijkheid om een gevarieerder emissiebeleid en een verlenging van looptijden van nieuwe schuldtitels door te voeren. De staat loopt bij een onderhandse lening per definitie nooit het risico van een mislukte lening; bij een openbare lening is in het huidige onzekere internationale rentebeeld enige mate van geluk onontbeerlijk. Voorts kan de agent dan voortdurend in de markt zijn en daardoor flexibel inspelen op veranderende marktomstandigheden. Tevens vindt de gewenste accentverschuiving plaats van buitenland naar binnenland als voornaamste financieringsbron. Gewezen is reeds op de ongewenste neveneffecten in de monetaire sfeer van een te grote afhankelijkheid van buitenlandse middelen.

De onderhandse lening kent het bezwaar van een – in vergelijking tot een openbare lening – geringere verhandelbaarheid. Middels een betere afstemming van de modaliteiten op marktontwikkelingen en behoeften van geldgevers kan dit al grotendeels worden ondervangen. Eventueel is denkbaar de onderhandse uitgifte van vaste leningen met looptijden langer dan 10 jaar, waarbij in de voorwaarden wordt opgenomen dat na een bepaalde tijd of bij het bereiken van een bepaalde resterende looptijd notering op de beurs kan plaatsvinden. Maatwerk is het kenmerk van de onderhandse markt: een verschuiving van het zwaartepunt naar deze markt kan derhalve voor zowel geldgever als geldnemer voordeel opleveren.

## Samenvatting

De indruk overheerst, dat bij het tot nu toe gevoerde financieringsbeleid van de staat sprake is van een korte-termijn-volumebeleid, waarbij in te sterke mate de nadruk heeft gelegen op het veiligstellen van de benodigde middelen in het lopende begrotingsjaar. Vanwege de herfinancieringsproblematiek in het komende decennium en de indirecte verruimende effecten in de monetaire sfeer is looptijdverlenging van nieuw uit te geven staatsleningen evenwel noodzakelijk.

Een eerste belangrijk kritiekpunt is, dat de staat door het blijven vasthouden aan eenzijdige leningvoorwaarden hierbij zelf een belemmerende factor vormt. Het is in dit verband opmerkelijk dat Financiën met name de afgelopen twee jaar nauwelijks gebruik heeft gemaakt van vrij gunstige omstandigheden op de kapitaalmarkt.

Een tweede aandachtspunt betreft de wenselijkheid van toepassing van een grotere diversiteit aan financieringsvormen. Achtergrond vormt hierbij, dat aldus een betere afstemming op marktontwikkelingen en de balansstructuur van andere partijen mogelijk is. Tevens wordt dan een verlichting van de herfinancieringslast bereikt en worden onvolkomenheden in de secundaire markt voor staatspapier verminderd. Gewenst is voorts minder nadruk op het buitenland en de particuliere spaarder.

Als derde aandachtspunt wordt gepleit voor een flexibeler opnamebeleid en het optimaal benutten van de kansen en mogelijkheden van de onderhandse markt c.q. lening. Van een en ander mogen positieve effecten worden verwacht op de prijs en beschikbaarheid van financieringsmiddelen voor de staat, alsmede op een efficiënte afstemming van vraag en aanbod tussen geldgevers en geldnemers. Ondanks de verzwaaring van de financieringstaakstelling in de komende jaren, lijken derhalve zeker mogelijkheden aanwezig voor accentverschuivingen in het financieringsbeleid van de staat.

M.V.A. Pohlkamp