

Vergaderjaar 1994–1995

23 900 IXB

Vaststelling van de begroting van de uitgaven en de ontvangsten van het Ministerie van Financiën (IXB) voor het jaar 1995

Nr. 23

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

's-Gravenhage, 19 juni 1995

1. Inleiding

Conform de toezegging volgt hieronder in een brief aan de Kamer een toelichting van **de financiële gevolgen van de conversie-operatie**. Dit in antwoord op de vragen, die de vaste commissie voor Financiën heeft gesteld naar aanleiding van de wijziging van de begroting van de uitgaven en de ontvangsten van hoofdstuk IX-A (24 007, nr. 2, vergaderjaar 1994–1995). In deze brief wordt eerst ingegaan op de opzet en doelstellingen van de conversie-operatie. Vervolgens komt het feitelijke verloop van de conversie-operatie aan de orde, waarbij tevens de budgettaire consequenties worden toegelicht.

2. Opzet en doelstellingen van de conversie-operatie

In het najaar van 1994 is aan houders van in totaal 19 lotende staatsleningen de mogelijkheid geboden de schuldbewijzen van deze lotende leningen om te ruilen in schuldbewijzen van fixe leningen van recente datum. De totale omvang van de 19 uitstaande leningen bedroeg voor de aanvang van de conversie-operatie 22,8 miljard. Daarvan is 9,7 miljard daadwerkelijk aangeboden ter conversie (zie hierna).

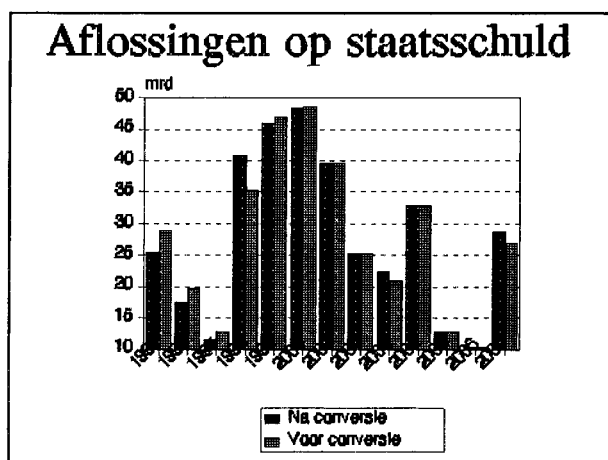
De conversie vond plaats op basis van vrijwilligheid, tegen marktconforme prijzen. Deze marktconforme prijzen zijn afgeleid van de op het moment van conversie geldende rentestructuur. Dat wil zeggen dat de inkoop van de lotende leningen is geschied tegen rendementen die in ieder geval niet lager waren dan het marktrendement voor de betreffende leningen. De uitgifte van de drie conversieleningen heeft niet plaatsgevonden boven de op dat moment geldende marktrendementen. De gerealiseerde rendementen zijn grondslag voor de bepaling van het bedrijfseconomische resultaat. Door binnen deze randvoorwaarden te opereren heeft de conversie-operatie op basis van deze bedrijfseconomische criteria een kleine winst van enkele honderdduizenden guldens opgeleverd, die overigens niet tot uitdrukking komt in de begrotingstechnische verwerking.

De belangrijkste doelstelling van conversie was het vergroten van de liquiditeit – de verhandelbaarheid – van de Nederlandse staatsleningen op de obligatiemarkt. Op een goed functionerende markt kunnen leningen immers goedkoper worden geplaatst. Het daarmee samenhangende voordeel komt in beginsel tot uiting in gunstiger leningvoorwaarden bij toekomstige emissies. Een nauwkeurige kwantificering van dit voordeel is, ook achteraf, niet mogelijk. De conversie-operatie heeft geleid tot verlenging van de looptijd van uitstaande schuld van gemiddeld 2 jaar op de «ingekochte» staatsleningen, tot bijna 6 jaar op de nieuw uitgegeven leningen. Daarnaast leidde de conversie tot een beduidende vermindering van de aflossingen in met name 1995.

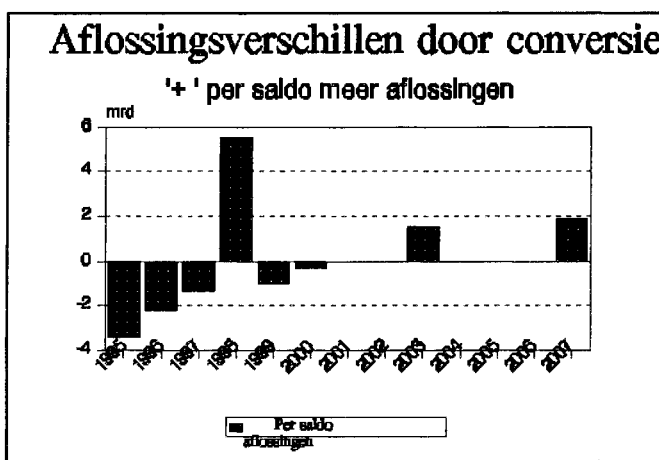
De – mede vanwege de zogenoemde bruteringsoperatie¹ – aanzienlijke financieringsbehoefte in 1995 werd aldus met 3,4 miljard verminderd.

De uitgifte van schuld komt tot uitdrukking in een toename van de aflossingen (ineens) in de jaren 1998, 2003 en 2007, zoals blijkt uit de onderstaande grafieken.

Grafiek 2a. Aflossingsmutaties a.g.v. conversie



Grafiek 2b. Aflossing staatschuld



3. De conversie-operatie nader toegelicht

Van 19 oktober tot en met 30 november 1994 is door beleggers 9,7 miljard aan lopende leningen ter conversie aangeboden; door de Staat zijn in ruil obligaties uitgegeven uit heropening van een drietal fixe leningen met aflossingen ineens in 1998, 2003 en 2007.

In onderstaande tabel is de verdeling van eerdergenoemde 9,7 miljard aangegeven naar conversiedata en naar uitgegeven leningen.

¹ Door vervroegde aflossingen van woningbouwcorporaties in voorgaande jaren zijn deze aflossingen in 1995 navenant verminderd, waardoor pro tanto een grotere financieringsbehoefte voor het Rijk resulteert.

Tabel 1: Verdeling van geconverteerde leningen (in mln; tussen haken: in % van totaal).

	schuld voor	totaal inge- kocht	schuld na	totaal uitge- geven	6,25% 1993 per 15-07-1998		7% 1993 per 15-02-2003		8,25% 1992 per 15-02-2007	
19 oktober										
6,75% 1986 I/II per 1992/1996	(1278)	541	(737)	556	456	(82%)	78	(14%)	22	(4%)
12,75% 1986 per 1992/1996	(1497)	667	(830)	725	631	(87%)	30	(4%)	64	(9%)
26 oktober										
6,75% 1978 per 1979/1998	(22)	6	(16)	7	3	(45%)	3	(49%)	1	(6%)
7,75% 1985 per 1991/2000	(749)	522	(227)	543	256	(47%)	136	(25%)	151	(28%)
2 november										
6,25% 1987 per 1998/2002	(297)	76	(221)	74	27	(36%)	37	(50%)	10	(14%)
8,25% 1985 per 1991/1995	(1050)	305	(745)	318	276	(87%)	26	(8%)	16	(5%)
10,25% 1987 per 1993/1997	(770)	309	(461)	337	311	(92%)	15	(5%)	11	(3%)
9 november										
6,25% 1986 per 1992/1996	(600)	223	(377)	227	62	(27%)	79	(35%)	86	(38%)
6,75% 1985 I/II per 1991/1995	(559)	148	(411)	153	28	(19%)	97	(63%)	28	(18%)
10,25% 1986 per 1992/1996	(353)	171	(182)	181	32	(18%)	58	(32%)	91	(50%)
16 november										
6,25% 1988 per 1994/1998	(1978)	989	(989)	1011	847	(84%)	101	(10%)	63	(6%)
7,00% 1985 per 1992/1996	(1499)	397	(1102)	405	193	(48%)	122	(30%)	90	(22%)
10,50% 1980 per 1991/2000	(840)	447	(393)	495	330	(67%)	41	(8%)	124	(25%)
23 november										
7,50% 1985 per 1991/1995	(899)	152	(748)	153	80	(52%)	52	(34%)	21	(14%)
7,50% 1985 II per 1991/1995	(660)	39	(621)	40	18	(45%)	20	(49%)	2	(6%)
8,00% 1985 per 1991/1995	(250)	38	(212)	39	7	(19%)	30	(75%)	2	(6%)
30 november										
8,50% 1987 per 1992/1995	(1870)	529	(1341)	525	189	(36%)	27	(5%)	309	(59%)
7,50% 1984 per 1991/2000	(1200)	805	(395)	837	691	(83%)	85	(10%)	61	(7%)
8,50% 1989 per 1995/1999	(6472)	3368	(3103)	3562	2301	(65%)	501	(14%)	760	(21%)
Totaal	(22 843)	9731	(13 112)	10 188	6741	(66%)	1539	(15%)	1908	(19%)

Uit tabel 1 blijkt o.a. dat de conversie een asymmetrisch effect heeft gehad. Beleggers hadden voorkeur voor aankoop van schuld met een korte looptijd en een relatief lage coupon tegen verkoop van schuld met een relatief hoge coupon. Een en ander hangt vermoedelijk samen met de verwachtingen van verdere rentestijging van partijen die besloten hadden aan de conversie deel te nemen.

Door de combinatie van ingekochte relatief hoge coupons en uitgegeven relatief lage coupons nemen de daarmee samenhangende, gemiddelde (coupon-)rentelasten in latere jaren af, waartegenover staat een bedrag aan door de Staat in 1994 opgebracht agio (betaald bij inkoop) en disagio (minder ontvangen dan nominale waarde bij uitgifte). Betaalde agio's worden derhalve gecompenseerd door lagere rentelasten in de komende jaren. Deze algemene stelregel geldt bij ruiltransacties tussen leningen met een gelijke looptijd. Aangezien de conversie tevens heeft geleid tot een ruil van korte naar langere looptijden, die conform het verloop van de yieldcurve ten tijde van de conversieoperatie, een gemiddeld hoger rendement hadden, is in de begroting de relatie tussen het betaalde agio en de lagere rentelasten niet geheel zichtbaar. De relatie tussen de betaalde agio's en de lagere rentelasten in de toekomst wordt voorts vertroebeld door het hanteren van rekenrentes in de begroting. De rekenrentes worden gehanteerd bij de opstelling van de raming van de rentelasten voortvloeiende uit de herfinanciering van aflossingen van de staatsschuld in de toekomst. Ten tijde van de conversie lag de rekenrente over de verschillende jaren lager dan de op dat moment geldende marktrente. Daardoor vallen de rentelasten, na conversie, in de begroting hoger uit ten opzichte van de raming zonder conversie op basis van de rekenrentes.

In tabel 2 zijn deze budgettaire gevolgen van de conversie-operatie in beeld gebracht. In de presentatie is een onderscheid gemaakt tussen de

inkoop van schuld enerzijds en de in ruil daarvoor uitgegeven schuld anderzijds.

Tabel 2: Budgettaire effecten conversie-operatie (tekortverbetering = «-»; tussen haken: niet-relevant voor FT; in mln)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Inkoop van schuld						
1. vervallen schuld	(9731)					
2. vervallen aflossingen	(-222)	(-3420)	(-2209)	(-1321)	(-1233)	(-984)
3. vervallen rente (o.g.v. inkoop schuld)	-85 ²	-783	-501	-317	-209	-110
4. vervallen rente (o.g.v. her-financiering) ¹		-14	-245	-387	-475	-561
5. lopende rente	408 ²					
6. agio	324 ³					
7. disagio	-3 ⁴					
8. relevante FT-mutatie (3+4+5+6+7)	644	-797	-746	-704	-684	-672
Uitgifte van schuld						
9. aangegane schuld	(10 188)					
10. «nieuwe» aflossingen					(6741)	
11. te betalen rente (o.g.v. uitgifte schuld)		686	686	686	686	265
12. te betalen rente (o.g.v. her-financiering) ¹						472
13. lopende rente	-368 ⁵					
14. agio	-78 ³					
15. disagio	214 ⁴					
16. relevante FT-mutatie (11+12+13+14+15)	-232	686	686	686	686	737
Saldo van inkoop en uitgifte						
17. totale FT-mutatie (8+16)	412	-111	-60	-18	2	65
18. mutatie aflossingen (2+10)	(-222)	(-3420)	(-2209)	(-1321)	(5508)	(-984)
19. mutatie financieringsbehoefte (17+18)	190	-3531	-2269	-1339	5510	-918
20. netto-schuld-uitgifte (9-1)	(457)					

¹ berekend met rekenrentes cf. Ontwerp Begroting en MJC 1995:

1994 6,5%; 1995 6,75%; 1996 6,4%; 1997 6,7%; 1998 7,0%; 1999 7,0%;

² budgettair voordeel u.h.v. vervallen coupon (ad 85 mln) in 1994 bedraagt na saldering met daarover betaalde lopende rente ad 78 mln uiteindelijk 7 mln;

³ verantwoord op ontvangstenart. 03.01, «overige ontvangsten»;

⁴ verantwoord op uitgavenart. 01.01, «rente en kosten», onder «boete»;

⁵ verantwoord op ontvangstenart. 01.01, «ontvangsten bij storting op staatsleningen»;

Toelichting op de tabel:

regel 2 geeft het aflossingspatroon aan van het totaal van de aangeboden (19) te converteren leningen (idem regel 10, voor de drie fixe leningen);

regel 3 bevat de rentelasten op de ingekochte leningen, die komen te vervallen (idem regel 11 voor nieuwe rentelasten);

regel 4 geeft aan de rentelasten op grond van herfinanciering (tegen rekenrente; zie voetnoot 1) als gevolg van aflossingen op oude leningen (idem regel 12 voor nieuwe leningen);

regel 5 bevat het geboekte agio (boven pari) en disagio (beneden pari) op ingekochte schuld aan (idem regel 13 en 14);

regel 7 geeft aan de lopende rente op ingekochte leningen (regel 15 de lopende rente van nieuwe leningen);

regel 8 laat het effect zien van de relevante mutaties voor het financieringstekort (idem regel 16 voor de uitgegeven leningen);

regels 17 t/m 19 geven de effecten van de totale conversie-operatie aan op het financieringstekort en financieringsbehoefte.

Hierna wordt aangegeven op welke wijze de bovenstaande tabel aansluit op de cijfers van de Voorlopige Rekening 1994 (VR).

Relevant voor het (genormeerde) financieringstekort (FT) zijn naast de rentelasten het geboekte agio en disagio. De totale FT-mutatie van per saldo 412 mln. in 1994 is in de VR gepresenteerd in de verticale toelichting, bij het hoofdstuk Nationale Schuld. De overige (niet-relevante) mutaties zijn verwerkt in tabel 1 van bijlage 4 van de VR inzake de dekking van de financieringsbehoefte. De vervallen aflossingen (regel 2 bovenstaande tabel) zijn wat betreft 1994 verwerkt in de regel aflossingen in

bijlage 4 van de VR. De schulduitgifte (regel 20, bovenstaande tabel) is verwerkt in de regel bruto kapitaalmarktberoep. In de brief inzake Begrotingsproces en -systematiek d.d. 2 maart jl. wordt het beleidsrelevante FT-beeld gedefinieerd excl. agio en disagio. Zou deze lijn ook ten aanzien van het geboekte (dis-)agio bij de conversie-operatie gelden, dan zou het beleidsrelevante tekort FT 35 mln. lager uitkomen, i.p.v. 412 mln. hoger, als gevolg van de conversie-operatie.

De Minister van Financiën,
G. Zalm