KOERSDALING DER STAATSFONDSEN.

De aanzienlijke daling in den koers der schuldbrieven door de verschillende staten uitgegeven, welke in de laatste jaren heeft plaats gevonden, is langzamerhand een onderwerp van internationale bezorgdheid geworden.

Die koersreactie heeft dan ook zoodanige verhoudingen aangenomen, dat de meeste staatsfondsen hunne waarde tientallen percenten zagen dalen en dat er jaren zijn geweest, dat die waardedaling meer bedroeg dan de rente door het fonds afgeworpen!

Dit trekt te meer de aandacht, daar deze reactie juist in het bijzonder heeft getroffen de schuldbrieven van die landen, wier financieele soliditeit sinds jaren nimmer aan twijfel heeft blootgestaan. De $2\frac{1}{2}$ pCt. certificaten Nederlandsche Werkelijke Schuld, welke in 1895 $95\frac{3}{8}$ hebben genoteerd, varieeren thans om en bij de 67 pCt. De teruggang in waarde drukt echter niet de gedachte uit, dat men vreest, dat de tot dusverre als solied bekend staande staten op een gegeven oogenblik niet meer in staat of geneigd zullen zijn hunne verplichtingen na te komen.

De oorzaak zit elders.

Vooreerst is eene algemeene verhooging van den rentestand te constateeren, waardoor de prijs der lagere rente afwerpende fondsen in evenredigheid is gedaald.

Maar verder is meer in het bijzonder de rentestand gestegen voor schuldbrieven, die als zeer soliede belegging kunnen worden aangemerkt.

Vroeger kwamen als zoodanig voornamelijk in aanmerking, naast belegging in onroerend goed en hypotheeken, aankoop van staatsfondsen en daar niet ieder wenscht op zich te nemen de beslommeringen aan het bezit van onroerend goed verbonden en voor belegging in hypotheeken vrij hooge bedragen het meest geëigend zijn, waren velen voornamelijk op staatsfondsen aangewezen.

Zoo ontstond een groote vraag naar deze waarden, welke vraag nog werd versterkt door wettelijke bepalingen, zooals die van art. 449 B.W., waarbij voor minderjarigen belegging in nationale schuld werd voorgeschreven.

Wie bij zijn effectenbezit vóór alles soliditeit op prijs stelde, moest wel in de eerste plaats tot staatsfondsen zijn toevlucht nemen.

Het gevolg hiervan was, dat de staten zich tegen ongehoord lage rente geld konden verschaffen.

Die tijden zijn echter veranderd.

Voor al in de tweede helft der 19^e eeuw kregen de staten in het uitgeven van solied beleggingsmateriaal groote mededinging.

In de eerste plaats in de hypotheekbanken, die overal werden opgericht en in groote massa ¹⁾ pandbrieven begonnen uit te geven, welke voor het publiek weinig risico medebrachten en die dan ook spoedig als soliede belegging werden aangemerkt.

Verder werd aan den staat op de geldmarkt allengs groote concurrentie aangedaan door zijne publiekrechtelijke onderdeelen, de gemeenten, die hare bemoeiingen in steeds wijder kring begonnen uit te breiden en om haar nieuwe taak behoorlijk te kunnen vervullen millioenen en millioenen noodig hadden. Zoo stegen de schulden der Nederlandsche gemeenten tezamen van 1900 tot 1908 van ruim f 237 miljoen op ruim f 401 miljoen.

Nog langen tijd echter bleef bij het publiek de overtuiging, dat de staatsfondsen het soliede beleggingspapier bij uitnemendheid waren, maar tenslotte verdween deze verouderde opvatting meer en meer.

Geen wonder, dat toen niet langer de bestaande staatsfondsen met hunne lage rente den prijs konden bedingen van vroeger en dat het niet langer den staten gelukte nieuwe leeningen tegen de vroegere lage, men kan zeggen thans ongemotiveerd lage rente aan te gaan dan tegen inschrijvingskoersen, die meer in overeenstemming waren met de nieuwe opvatting.

¹⁾ Einde 1910 hadden de hypotheekbanken hier te lande hypotheeken loopen tot een gezamenlijk bedrag van f 564.812.000.

Natuurlijk is deze veranderde staat van zaken allesbehalve aangenaam, zo min voor den staat bij zijne nimmer verzadigbare geldbehoeften, als voor de bezitters der oude staatsschuldbrieven met laag rentetype, die hunne tegen hoogen prijs gekochte papieren meer en meer in waarde zien dalen.

Men behoeft zich er dan ook niet over te verwonderen, dat middelen worden beraamd om op het feit der koersreactie terug te komen.

Is er reden voor den staat om hierbij behulpzaam te zijn?

Men moet hier de zaak uit tweeërlei oogpunt bekijken.

Vooreerst van het standpunt van den staat zelve als debiteur en daarna van het standpunt van den staatspapierbezitter.

Stellen wij ons eerst dus op het standpunt van den staat als debiteur. Welke overwegingen kunnen den staat als zoodanig nopen middelen aan te wenden om den koers zijner schuldbrieven te verhoogen?

Beschouwen wij onze nationale schuld. Bij deze heeft schulddelging plaats door aankoop van schuldbrieven. Bij hogere koersen zal dus de staat bij zijne schulddelging meer moeten besteden of, als hem daarin vrijheid is gelaten, minder moeten aflossen. Geen van beide kan voordeelig voor den staat zijn. De staat heeft dus geen nadeel, maar voordeel bij de lage koersen zijner eigen schuldbrieven.

Anders echter staat de zaak bij het uitgeven van nieuwe leeningen. Dan zal de staat of hogere rente moeten uitloven dan hij tot dusverre gewoon was, of met een lageren koers van uitgifte genoegen moeten nemen, wat dus wil zeggen, dat om een benoodigd bedrag te leenen meer staatsschuld moet worden gecreëerd (nominaal). In beide gevallen komt de zaak neer op het betalen van hogere rente. Bij het sluiten van nieuwe leeningen dus heeft de staat er belang bij, dat de koers harer schuldbrieven hoog zij.

De staat heeft dus in sommige gevallen voor-, in andere nadeel van den lagen koers der door hem uitgegeven papieren. Bestaat de noodzakelijkheid veel nieuwe leeningen te plaatsen zoo zal het nadeel het voordeel allicht overtreffen.

Thans de vraag met welke middelen koersverhooging kan worden verkregen.

Bij de uitgifte van nieuwe leeningen kan worden vastgesteld, dat schulddelging niet bij inkoop, maar door uitloting à pari zal geschieden. Door dit middel kan men den koers der nieuwe leening verhoogen, maar slechts door een evenredige opoffering van den staat, die niet meer als voorheen tegen den marktprijs de voor schulddelging benodigde stukken kan erlangen.

Ook bereikt men hierdoor niet, dat de oude leeningen in koers verbeteren, misschien zelfs zullen deze nog iets in koers terugloopen, daar thans een aantrekkelijker (immers met uitlotingskans à pari) nationaal staatsfonds wordt in het leven geroepen. Of men moest de nieuwe wijze van schulddelging ook op de oude leeningen gaan toepassen. Maar welke reden zou de staat als debiteur tot een dergelijken maatregel doen besluiten? Immers geene, daar zoo doende groote offers van de schatkist worden geleverd. En offers waarvoor? Om aan de bezitters der nationale papieren een geschenk te geven door op voor hen voordeliger voorwaarden af te lossen dan waartoe de staat zich verbond.

Een ander middel, dat in vele landen toepassing vindt en ook ten onzent bestaat is het bij de wet vaststellen van een voorschrift, dat beleggingen voor minderjarigen, of beleggingen van levensverzekeringen of spaarbanken geheel of gedeeltelijk in nationale schuld moet geschieden. Niets is eenvoudiger dan een dergelijke bepaling en hoe gemakkelijk kan men den schijn aannemen, dat deze slechts door de overweging is ingegeven, dat bij deze beleggingen vóór alles aan hooge eischen van soliditeit moet worden voldaan. Tevens is dit middel werkelijk financieel in het voordeel van den staat, die leeningen aan de markt brengt. Men vergete echter nimmer, dat dit een middel is, dat werkt ten koste van hen, die men heet te beschermen. Waar ook nog buiten de nationale schuldbrieven voldoende soliede geldbeleggingen kunnen worden gevonden, is het een vreemde bescherming en in werkelijkheid een benadeeling aan een bepaald soort belegging gebonden te zijn, want men kweekt een ongemotiveerd sterke vraag naar de voorgeschreven belegging met als onmiddellijk gevolg opvoering van den koers boven de natuurlijke waarde, zoodat de belegger

genoegen moet nemen met een rente, die niet in overeenstemming is met den rentestand van het oogenblik. Daarenboven staat die belegger bloot aan verandering in de wetgeving, zoodat hem steeds boven het hoofd hangt, dat het geprivilegieerde staatspapier tot zijne werkelijke waarde terugvalt. Het is als legde men op minderjarigen, levensverzekeringen, spaarbanken een speciale belasting tot bescherming van het staatscrediet. Eene dergelijke belasting, hoe ongemotiveerd en onbillijk ook, ware zelfs nog beter dan een bedekte maatregel van diezelfde strekking en waarvan daardoor de onbillijkheid minder in het oog valt, ja die zelfs zoo bedriegelijk mogelijk wordt bemanteld met een betoog, dat de gelden der genoemde personen en instellingen niet op roekelooze wijze in allerlei ondernemingen mogen worden gestoken.

Hiermede wordt niet door mij bedoeld, dat eenige beperking in de vrijheid van belegging nimmer gewenscht kan zijn, maar wel, dat ongewenscht en niet verdedigbaar is iedere beperking, die in het leven wordt geroepen om aan een beleggingsobject een bevoorrechte plaats te verschaffen of waardoor eene dergelijke bevoorrechtiging (van eenige beteekenis) noodzakelijk moet ontstaan.

Uit een oogpunt van staatsbelang in den zin, dat de staat hier slechts in zijne kwaliteit van debiteur wordt opgevat, kan een maatregel als boven bedoeld doelmatig worden genoemd, maar zoodra men den maatregel beziet uit een billijkheidsoogpunt moet deze onvoorwaardelijk worden veroordeeld.

Thans zullen wij nagaan of overheidsmaatregelen ter verhooging van den koers der bestaande staatspapieren gemotiveerd zijn in het belang van de bezitters dier effecten. De middelen tot koersverheffing zijn natuurlijk dezelfde als wij boven bespraken.

Men kan de bezitters van staatspapier in drie categorien verdeelen.

I. De eerste categorie bestaat uit hen, die de staatsfondsen hebben genomen om zich, zoo veel als dat bereikbaar is, in de toekomst een volkomen zekere bron van inkomsten te verschaffen. Deze beleggers hebben zich bij het koopen der papieren voor de toekomst met een matige of zelfs

kleine rente tevreden gesteld in de overtuiging, dat het genot dezer matige rente dan ook weinig of geen risico zou loopen.

Zijn deze beleggers in hunne verwachtingen gedupeerd?

Geenszins, zou ik meenen; de inkomsten, die zij zich hadden voorgesteld, worden door hen genoten en loopen geenerlei gevaar.

Welke redenen zouden er dan bestaan om in het belang van deze soort beleggers maatregelen te nemen ten einde de verkoopwaarde hunner beleggingsfondsen weder te brengen op de hoogte, waarop deze bij inkoop stonden?

II. De tweede categorie beleggers in staatsfondsen omvat hen, die deze tot tijdelijke belegging (al of niet met hoop op koerswinst) hadden genomen en na verloop van eenigen tijd bemerken, dat hun bezit aanzienlijk in waarde is gedaald. Deze beleggers lijden bij verkoop een aanmerkelijk verlies, maar is er ook hier eenige reden om ingrijpen van den staat te motiveeren, opdat dit verlies hun worde bespaard?

Het blijkt, dat zij voor tijdelijke of speculatieve belegging een ongeschikt fonds hebben gekozen, maar is in dat feit eenige reden gelegen de staatsmachine aan het werk te zetten om hun inzichtsfout in hare gevolgen schadeloos te maken? Ook hier zal het antwoord ontkennend moeten luiden, daar ook in andere gevallen, geheel met dit op een lijn staande, de staat niet de behulpzame hand leent om vermogensverliezen te herstellen. Voor dit laatste zal eerst dan grond aanwezig zijn, wanneer het de staat zelf is, die de onmiddellijke oorzaak van het verlies is geweest.

III. Thans komen wij tot de derde en laatste categorie beleggers, die bestaat uit hen, die niet vrij werden gelaten in de keus hunner beleggingen; dat zijn dus in de eerste plaats zooals in ons land, de minderjarigen en verder verzekeringsmaatschappijen en spaarbanken voor zoover deze door wettelijke voorschriften gedwongen zijn hare beleggingen geheel of gedeeltelijk in nationale staatsfondsen te doen. Hier is het de staat, die oorzaak is van dikwijls zeer aanzienlijke verliezen. In dit geval ware het dus wenschelijk van overheidswege weer goed te maken, wat van overheidswege werd bedorven.

Maar hoe? De schade te beperken door nog verder op den verkeerden weg voort te gaan door den staatsdwang bij de keuze der beleggingen nog uit te breiden? Het middel ware erger dan de kwaal. Dan soms voortaan schulddelging door uitloting à pari ook voor de oude leeningen? Deze maatregel zou te ver gaan, want hij geeft ongemotiveerde geschenken aan vele effectenbezitters.

Moeilijk is het, zoo niet onmogelijk, den staat de schade te doen vergoeden, die hij door zijne wetsvoorschriften heeft veroorzaakt. Het eenige wat men kan doen is te zorgen, dat het nageslacht niet weder in dezelfde nadeelen vervalt als waaronder velen der tegenwoordige generatie te lijden hebben. Men make dus niet nog nieuwe voorschriften om het staatspapier te privilegieeren, maar schaffe daarentegen alle bepalingen af, die in die richting nog bestaan. Zoo wijzig men art. 449 B.W., dat voorschrijft, dat voogden de penningen van minderjarigen op geene andere wijze mogen beleggen dan door den aankoop van inschrijvingen op het grootboek der werkelijke schuld van ons koninkrijk, van onroerende goederen, of in rentegevende schuldbrieven, gehypothekeerd op vaste goederen. De keus der beleggingen in dit artikel gelaten, is veel te beperkt en bevat een ongemotiveerd privilege voor de nationale schuld boven andere soliede beleggingen. De kans is echter groot, dat vele voogden in het belang der aan hunne zorgen toevertrouwde minderjarigen, zich niet aan het artikel zullen houden, al weten zij, dat ze door overtreding der wetsbepalingen zich zelf aan eenig risico blootstellen. Wijziging is dus in ieder geval geboden.

Alvorens te eindigen nog eene opmerking. Boven werd de besproken koersdaling geacht een gevolg te zijn zoowel van de algemeene verhooging van den rentestand, als van eene meer speciale stijging van den rentestand voor soliede papier.

Voor zoover dit laatste het geval is, zal koersherstel althans in de naaste toekomst wel niet kunnen worden tegemoet gezien. Iets anders is het voor zoover betreft de algemeene verhooging van den rentestand. De rentestand volgt eene golvende beweging. Thans bevinden wij ons waarschijnlijk boven op een golf, na eenigen tijd zullen

wij ons weder in een dal bevinden. Dan zal de koers van alle fondsen van laag rentetype zich weder herstellen, al is het natuurlijk niet te zeggen tot welke hoogte. Voor hen, die hunne staatspapieren niet van de hand hebben gedaan, zal dan wel een gedeelte van het verlies weer worden goedgeemaakt.

Rotterdam, September 1912. W. C. MEES R. Azn.