

Ministerie van Financiën

Beleidsdoorlichting artikel 11 (hoofdstuk IX): Financiering staatsschuld

Den Haag
november 2019

Inhoudsopgave

Managementsamenvatting	i
Beleidsdoorlichting in beeld	v
1 Inleiding	1
1.1 Doelstelling financiering staatsschuld	1
1.2 Beleidsdoorlichting 2015 en aanbevelingen	2
1.3 Beleidsdoorlichting 2019 en afbakening	3
1.4 Onderzoeken SEO	4
1.5 Leeswijzer	4
2 Schuldfinanciering en cashmanagement 2016-2019	6
2.1 Instrumenten	6
2.2 Primary Dealer stelsel	9
2.3 Planning versus realisatie	10
2.4 Uitgaven en ontvangsten staatsschuld en schuldontwikkeling	11
2.5 Marktomstandigheden	15
2.6 Samenvatting	18
3 Risicobeleid 2016-2019	20
3.1 Het risicolandschap	20
3.2 Het financieringsbeleid 2016-2019	23
3.2.1 Kernwaarden: consistentie, transparantie en liquiditeit	23
3.2.2 Flexibiliteit binnen het financieringsbeleid	24
3.2.3 Kapitaalmarktuitgiften onder het financieringsbeleid	25
3.2.4 Geldmarktuitgiften onder het financieringsbeleid	26
3.3 Het renterisicokader 2016-2019	27
3.3.1 Twee risico-indicatoren: gemiddelde looptijd en RRB	28
3.3.2 Gerealiseerde waarden risico-indicatoren	29
3.3.3 Voortijdige beëindiging van swaps	30
3.4 Samenvatting	31
4 Beoordeling beleid 2016-2019	33
4.1 Uitvoering financieringsbeleid	33
4.1.1 Consistentie en transparantie	33
4.1.2 Liquiditeit	35
4.1.3 Internationale vergelijking	36
4.1.4 Tussenconclusie	39
4.2 Toepassing renterisicokader	40
4.2.1 Eenduidigheid van risico-indicatoren gemiddelde looptijd en RRB	40

4.2.2	Internationale vergelijking	43
4.2.3	Tussenconclusie.....	44
4.3	De gevolgde swapstrategie	45
4.3.1	Ontwikkeling omvang swapportefeuille.....	46
4.3.2	Sturen op renterisicodoelstellingen zonder swaps	49
4.3.3	Sturen op renterisicodoelstellingen met een alternatieve swapstrategie.....	51
4.3.4	Tussenconclusie.....	52
4.4	Rentelasten en begrotingsregels en de ‘20% besparingsvariant’	52
4.4.1	Rentelasten en de begrotingsregels.....	52
4.4.2	De ‘20%-besparingsvariant’	53
4.4.3	Tussenconclusie.....	57
4.5	Tussentijdse evaluatie mei 2017	58
4.6	Conclusie: beoordeling doeltreffendheid en doelmatigheid	58
5	Eindconclusie en aanbevelingen, verbeterparagraaf.....	62
5.1	Eindconclusie.....	62
5.2	Aanbevelingen.....	63
5.3	Verbeterparagraaf.....	64
5.4	Beantwoorden RPE-vragen	65
	Bijlage 1: Afkortingen en begrippenlijst	68
	Bijlage 2: Oordeel externe deskundige	71

Managementsamenvatting

In deze beleidsdoorlichting is het volledige artikel 11 - 'financiering staatsschuld' - van begrotingshoofdstuk IX doorgelicht voor de beleidsperiode 2016-2019. De doeltreffendheid en doelmatigheid van het gevoerde beleid in de periode 2016-2019 zijn onderzocht en de 15 vragen uit de Regeling Periodiek Evaluatieonderzoek zijn beantwoord.

De vorige beleidsdoorlichting uit 2015¹ concludeerde dat het beleid over de periode 2012-2015 doeltreffend en doelmatig was en bevatte vijf aanbevelingen voor het beleidskader 2016-2019:

- Definieer eenduidige risico- en kostenmaatstaven waarmee de schuldportefeuille als geheel (inclusief verlengingen) kan worden beoordeeld, waarmee over de resultaten ten opzichte van deze maatstaven helder kan worden gerapporteerd en waarop kan worden gestuurd.
- Verminder de schaal waarop gebruik wordt gemaakt van renteswaps gezien de negatieve neveneffecten.
- Analyseer in hoeverre verdere verlenging van de looptijd van de portefeuille wenselijk is gezien de historisch gezien lage rente en de vlakke rentecurve.
- Voer nader onderzoek uit of en in hoeverre meer flexibiliteit op de kapitaalmarkt wenselijk en mogelijk is, zonder afbreuk te doen aan de voorspelbaarheid.
- Evalueer tussentijds het nieuwe beleid omtrent de schuldfinanciering, in het bijzonder het vermogen te kunnen inspelen op veranderende omstandigheden.

De algemene doelstelling van artikel 11 luidt 'Schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke rentekosten onder acceptabel risico voor de begroting'. Doelmatigheid maakt daarmee onderdeel uit van het beleidsartikel. De centrale onderzoeksvraag van de beleidsdoorlichting was: "In hoeverre heeft het gevoerde beleid bijgedragen aan schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke kosten onder acceptabel risico voor de begroting?". Ten behoeve van deze beleidsdoorlichting is deelonderzoek verricht door SEO Economisch Onderzoek (SEO)², dat is aangevuld met analyses van het Agentschap.

Het Agentschap financiert de Nederlandse staatsschuld door schuldpapier uit te geven op de kapitaalmarkt (staatsobligaties - DSL's) en op de geldmarkt (schatkistpapier- DTC's). Op de geldmarkt maakt het Agentschap ook gebruik van onder andere Commercial Paper en deposito's. Overtollige middelen kan het Agentschap onder voorwaarden op een depositorekening bij DNB plaatsen. Voor de afname, distributie en promotie van Nederlands schuldpapier stelt het Agentschap jaarlijks een aantal financiële instellingen aan als Primary Dealers (PD's). PD's ontvangen een vergoeding voor hun diensten, afhankelijk van hun prestaties. Elk jaar in december kondigt het Agentschap in zijn 'Outlook' voor het volgende jaar aan hoe hoog de geraamde financieringsbehoefte is voor de Nederlandse staat en hoe deze zal worden ingevuld, inclusief een uitgiftekalender.

Bij de financiering van de staatsschuld spelen verschillende risico's een rol, zoals renterisico, valutarisico, (her)financieringsrisico, liquiditeitsrisico, kredietrisico, settlementrisico en operationeel risico. Deze risico's worden op verschillende manieren beheerst en gemitigeerd, bijvoorbeeld door bepaalde kredietwaardigheidseisen te stellen aan tegenpartijen, limieten te hanteren voor de omvang van de bedragen die bij tegenpartijen worden uitgezet, bedragen maar voor zeer korte tijd weg te zetten, onderpand te vragen of valutaswaps af te sluiten. Het financieringsbeleid is erop gericht (her)financieringsrisico en liquiditeitsrisico te beheersen; het renterisico wordt beheerst door het

¹ Kamerstukken II, 2014/15, 31935, nr. 20.

² Assessment of DSTA's 2016-2019 Risk Framework and Funding Policy – Input for the DSTA's 2016-2019 evaluation, 15 maart 2019, SEO

renterisicokader. Samen vormen het financieringsbeleid en het renterisicokader de twee belangrijkste pijlers van het risicobeleid van de staatsschuld.

Het financieringsbeleid behelst alle regels en randvoorwaarden die het Agentschap hanteert bij het gebruik van de financiële instrumenten voor staatsschuldfinanciering. Drie kwalitatieve kernwaarden, gebaseerd op internationale richtlijnen van het IMF en de Wereldbank³ staan hierbij centraal: transparantie, consistentie en liquiditeit. De gedachte daarbij is dat door voorspelbaar en betrouwbaar te zijn, eventuele onzekerheidspremies die het Agentschap zou moeten betalen bij de uitgifte van leningen tot een minimum worden verlaagd. En wanneer schuld papier liquide (verhandelbaar) is, lopen investeerders minder risico dat ze het schatkist papier niet of tegen ongunstige voorwaarden kunnen verkopen als ze dat zouden willen. Ook dit draagt bij aan lagere financieringskosten.

Het renterisicokader bestaat uit twee kwantitatieve indicatoren: de gemiddelde looptijd van de portefeuille en het renterisicobedrag (RRB). De gemiddelde looptijd is een indicator voor het risico en de bijbehorende rentekosten op de langere termijn. In beginsel geldt immers een afruil tussen rentekosten en risico: naar mate de rente van een lening langer vast staat, neemt het risico van renteschommelingen voor de begroting af, maar nemen de rentekosten op die lening toe (betalen voor meer zekerheid). Het RRB zegt iets over het renterisico op de korte termijn: het geeft het percentage weer van de totale schuld waarvoor de rente in de komende 12 maanden opnieuw moet worden vastgesteld (en waarvoor dus het risico bestaat dat een hogere rente gaat gelden).

Naar aanleiding van de aanbevelingen uit de beleidsdoorlichting 2015 en op basis van verschillende scenarioanalyses eind 2015 heeft het Agentschap bepaald dat, gegeven de toen geldende omstandigheden zoals de historisch lage rentes, de gemiddelde looptijd van de portefeuille geleidelijk verlengd zou moeten worden naar 6,4 jaar eind 2019 (met een marge van +/- 0,25 jaar) en dat het RRB maximaal 18% van de staatsschuld zou mogen bedragen. De impliciete hypothese bij de keuze voor deze indicatoren was, dat door te sturen op deze twee variabelen, automatisch een doelmatige portefeuille bereikt zou worden, namelijk een portefeuille met zo laag mogelijke kosten bij een risico voor de begroting dat gelijk is of lager dan het risico uit de vorige beleidsperiode.

SEO heeft in zijn onderzoek geconstateerd dat het Agentschap in de periode 2016-2019 het financieringsbeleid heeft uitgevoerd in overeenstemming met voornoemde internationale richtlijnen, door te focussen op transparantie, consistentie en liquiditeit. Vergeleken met een aantal andere Europese landen⁴, scoort Nederland volgens SEO hoog op consistentie en transparantie. SEO constateert ook dat de liquiditeit van het Nederlandse schuld papier door het Agentschap goed wordt onderhouden. Het Agentschap heeft in deze periode iets meer flexibiliteit geïntroduceerd in het financieringsbeleid, onder andere door bij de aankondiging van de te lenen bedragen, een bandbreedte te hanteren in plaats van een exact doelvolume. Deze flexibiliteit heeft volgens SEO niet tot hogere financieringskosten geleid. Vanwege de afnemende financieringsbehoefte in deze beleidsperiode (o.a. als gevolg van begrotingsoverschotten), heeft het Agentschap het doelomvang van de 10-jaarslening die elk jaar wordt uitgegeven, verlaagd van €15 miljard naar €12 miljard. SEO heeft op basis van kwantitatief onderzoek geconstateerd dat dat tot een stijging heeft geleid van 0,4 basispunten⁵ (bp) in de zogeheten *bid-ask spread*; dit iets hogere verschil tussen de bied- en laatprijzen kan een teken zijn van verminderde liquiditeit. De Primary Dealers hebben echter nauwelijks tot geen

³ "Revised guidelines for public debt management", <https://www.imf.org/en/Publications/Manuals-Guides/Issues/2016/12/31/Revised-Guidelines-for-Public-Debt-Management-42600>

⁴ België, Duitsland, Frankrijk, Italië, Portugal en Spanje.

⁵ Een basispunt is één honderdste procentpunt (= 0,01%)

effecten waargenomen in de liquiditeit in de kapitaalmarkt en achten ook de liquiditeit in DTC's voldoende.

Over de totstandkoming van het renterisicokader constateert SEO dat de methode die het Agentschap heeft gebruikt om eind 2015 verschillende scenario's te analyseren om de indicatoren te bepalen, relatief eenvoudig van opzet was en daarom verbeterd kan worden. Tegelijkertijd leidden de berekeningen die SEO heeft gedaan met een meer verfijnde methode tot uitkomsten die zeer dicht liggen bij de uitkomsten van de berekeningen van het Agentschap. SEO constateert ook dat de risicobereidheid van het Agentschap voor de periode 2016-2019 in feite nog steeds hetzelfde is als in 2002, toen deze voor het laatst expliciet is gemaakt. Sindsdien is steeds het uitgangspunt geweest dat het risico voor een nieuwe beleidsperiode niet hoger mocht zijn dan het risico in de periode ervoor.

Het Agentschap heeft in periode 2016-2019 voldaan aan de streefwaarden voor de risico-indicatoren RRB en gemiddelde looptijd.

Uiteindelijk concludeert SEO dat - uitgaande van de informatie die eind 2015 beschikbaar was - de risico-indicatoren die het Agentschap voor de periode 2016-2019 heeft gekozen inderdaad tot een portefeuille hebben geleid met lage financieringskosten bij een risico dat niet hoger zou zijn dan het risico eind 2015. Anders gezegd, lagere financieringskosten waren toen enkel mogelijk geweest door hogere risico's te accepteren. Gezien de risicobereidheid voor de periode 2016-2019 is daarmee voldaan aan de doelstelling van artikel 11: staatsschuldfinanciering tegen zo laag mogelijke kosten onder acceptabel risico voor de begroting.

Het Agentschap gebruikt renteswaps op de kapitaalmarkt om een vaste rente om te zetten in een variabele rente (*receiverswap*) of omgekeerd (*payerswap*). In de periode 2016-2019 heeft het Agentschap de afhankelijkheid van swaps verminderd, m.n. door swaps niet meer in te zetten om de looptijd van lange leningen 'terug te swappen' naar de 7-jaarsrente, door geen nieuwe swaps meer af te sluiten op de kapitaalmarkt en door receiverswaps voortijdig te beëindigen. De swapportefeuille is hiermee in omvang aanzienlijk afgenomen. De voortijdige beëindiging van receiverswaps heeft een belangrijke bijdrage geleverd aan het behalen van de doelstellingen voor gemiddelde looptijd en RRB.

Uit deze beleidsdoorlichting volgt dat het Agentschap in de periode 2016-2019 heeft voldaan aan de doelstelling van artikel 11 en dat het beleid doeltreffend en doelmatig is geweest. Uitvoering is gegeven aan de vijf aanbevelingen uit de beleidsdoorlichting 2015.

De onderhavige beleidsdoorlichting bevat de volgende aanbevelingen voor het nieuwe beleidskader voor periode vanaf 2020:

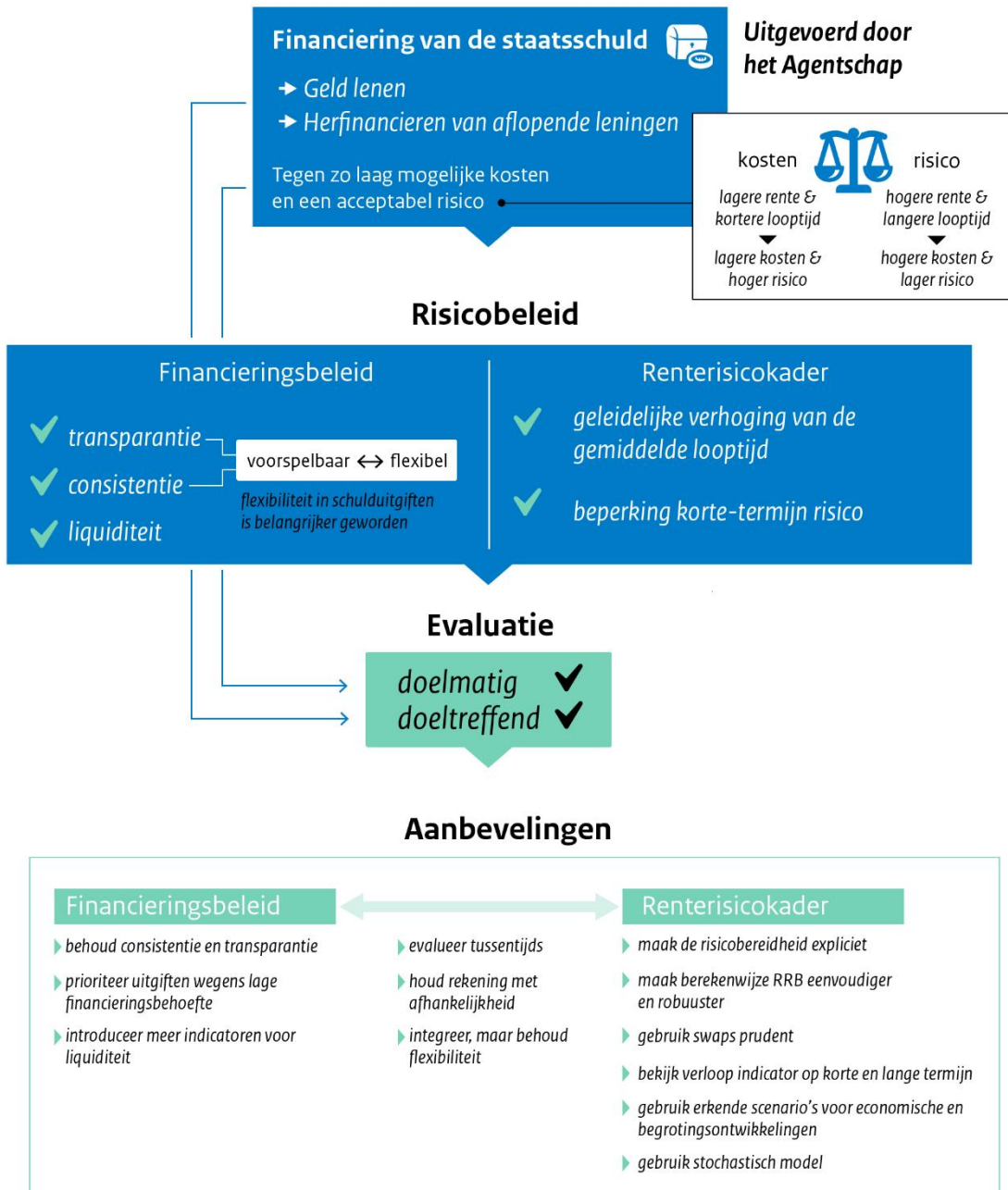
- Maak expliciet wat de (maximale) risicobereidheid is van het Rijk ten aanzien van schuldmanagement en kies een risico-indicator die deze risicobereidheid meet.
 - Gebruik daarbij een stochastisch model om ex ante verschillende portefeuilles onder bepaalde scenario's van rente en financieringsbehoeften te analyseren om de (gewogen) impact van schokken te beoordelen.
 - Maak gebruik van scenario's voor het voorspellen van economische en begrotingsontwikkelingen die overeenkomen met scenario's die gebruikt worden door overheidsinstanties en marktpartijen.
 - Bekijk de effecten van verschillende scenario's op het verloop van de risico-indicatoren ook op de langere termijn.
 - Bekijk of de wijze waarop het RRB als risico-indicator wordt berekend eenduidiger en robuuster kan.
- Houd rekening met de afhankelijkheid tussen het renterisicokader en het financieringsbeleid..

- Houd de transparantie en consistentie op het huidige hoge niveau door zowel de markt als het publiek op de huidige wijze te blijven informeren. Laat tegelijkertijd ruimte voor flexibiliteit in het financieringsbeleid. Prioriteer bij een teruglopende financieringsbehoefte welke staatsleningen uitgegeven moeten worden en welke niet.
- Overweeg de liquiditeit van Nederlands schuld papier meer op continue basis te monitoren aan de hand van meer verschillende indicatoren.
- Blijf waken voor een te grote afhankelijkheid van swaps. Blijf tegelijkertijd swaps als een valide instrument beschouwen voor het bijsturen van renterisico's wanneer het bijsturen met alleen schulduitgiften niet wenselijk wordt geacht, bijvoorbeeld om liquiditeits- en/of consistentieredenen. Streef daarbij een zo efficiënt mogelijke uitvoering van de te volgen swapstrategie na, bijvoorbeeld door:
 - een expliciete benchmark te formuleren waaraan de prestaties van de swaptransacties worden afgemeten;
 - te beoordelen of vanuit kosten/risico overwegingen het te prefereren is om nieuwe swaps af te sluiten of bestaande swaps te beëindigen en – in het geval van nieuw af te sluiten swaps – of een centrale tegenpartij (CCP) of een bilaterale overeenkomst met een tegenpartij te prefereren is;

In het beleidskader 2016-2019 is opgenomen dat het beleid tussentijds zal worden geëvalueerd indien veranderende marktomstandigheden daartoe aanleiding geven. In plaats daarvan kan worden overwogen direct bij aanvang van het nieuwe beleidskader te bepalen dat een tussentijdse evaluatie zal plaatsvinden.

Beleidsdoorlichting in beeld

Begrotingshoofdstuk IX, artikel 11



1 Inleiding

Deze beleidsdoorlichting heeft betrekking op artikel 11 van begrotingshoofdstuk IX⁶ en daarmee op de financiering van de staatsschuld⁷. In artikel 4.3, lid 3 van de Comptabiliteitswet 2016 is vastgelegd dat de minister van Financiën verantwoordelijk is voor het beheer van de begroting van de Nationale Schuld⁸, waar artikel 11 onder valt. De algemene doelstelling van artikel 11 – en het centrale onderwerp in deze beleidsdoorlichting – wordt in paragraaf 1.1 benoemd en toegelicht. Paragraaf 1.2 gaat kort in op aanbevelingen uit de voorgaande beleidsdoorlichting van artikel 11 die in 2015 is uitgevoerd. Daarna volgt in paragraaf 1.3 de afbakening van de huidige beleidsdoorlichting. In paragraaf 1.4 wordt kort ingegaan op de deelonderzoeken die gedaan zijn door het externe onderzoeksbureau, SEO (SEO Economisch Onderzoek). Ten slotte bevat paragraaf 1.5 een leeswijzer voor de hoofdstukken 2-5, waarin vooral de relatie tussen de opbouw van deze beleidsdoorlichting en de Regeling Periodiek Evaluatieonderzoek (RPE) wordt toegelicht.

1.1 Doelstelling financiering staatsschuld

De algemene doelstelling van artikel 11 luidt: ‘Schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke rentekosten onder acceptabel risico voor de begroting’. De doelstelling kan opgesplitst worden in twee delen. Het eerste deel is de schuldfinanciering zelf. Dit is geregeld in Artikel 4.18 van de hierboven genoemde Comptabiliteitswet. Dit artikel stelt dat ‘de minister van Financiën belast is met (a) het beheer van de staatsschuld en (b) het sluiten van overeenkomsten tot het aangaan van geldleningen door de Staat voor de tekortfinanciering en de herfinanciering van aflopende geldleningen. Via verschillende mandaten ligt de voorbereiding en uiteindelijke uitvoering hiervan bij het Agentschap van de Generale Thesaurie.

Het tweede deel van de doelstelling van artikel 11 is om dit te doen tegen ‘zo laag mogelijke kosten onder acceptabel risico voor de begroting’. Met ‘risico voor de begroting’ wordt bedoeld op de mate waarin de (verwachte) (rente)kosten van jaar tot jaar fluctueren of in enig jaar hoger uitvallen dan eerder geraamd. Hierbij is het van belang te onderkennen dat sprake is van tegenstrijdige belangen. Over het algemeen geldt immers dat lagere rentekosten gepaard gaan met hogere risico’s en omgekeerd, zoals zal worden toegelicht in paragraaf 3.1. Er zal dus steeds een optimale afweging gezocht moeten worden tussen kosten en risico. Welk risiconiveau daarbij acceptabel is, hangt af van de risicopreferentie. De risico’s onderliggend aan het ‘risico voor de begroting’ waar het Agentschap mee te maken heeft zijn onder andere renterisico, valutarisico, (her)financieringsrisico, kredietrisico, operationeel risico en reputatierisico. Deze risico’s worden nader toegelicht in paragraaf 3.1.

De doelstelling van artikel 11 sluit aan bij de internationaal geaccepteerde uitgangspunten voor schuldmanagement, zoals verwoord door het Internationaal Monetair Fonds (IMF) en de Wereldbank in de ‘Revised Guidelines for Public Debt Management’⁹: *‘to ensure that the government’s financing needs and its payment obligations are met at the lowest possible cost over the medium to long run, consistent with a prudent degree of risk’*. Veel andere landen formuleren hun doelstelling ten aanzien van schuldmanagement op een soortgelijke manier als Nederland.

⁶ Financiën en Nationale Schuld

⁷ Vanwege de doorlooptijd van een beleidsdoorlichting is de afsluitdatum voor cijfers (de ‘cut-off date’) gesteld op 30 juni 2019, tenzij anders vermeld.

⁸ Het onderdeel van begrotingshoofdstuk IX dat betrekking heeft op de Nationale Schuld bestaat uit artikel 11 (Financiering staatsschuld) en artikel 12 (Kasbeheer). Artikel 12 is in 2018 onderwerp van een beleidsdoorlichting geweest.

⁹ <https://www.imf.org/en/Publications/Manuals-Guides/Issues/2016/12/31/Revised-Guidelines-for-Public-Debt-Management-42600>

Het Agentschap, ook wel de 'schuldmanager', houdt bij de uitvoering van zijn mandaat oog voor de begroting en het begrotingsbeleid. Het kassaldo in de begroting – dat door de schuldmanager gefinancierd moet worden – is immers grotendeels het resultaat van begrotingsbeleid. Het financierings- en renterisicobeleid beïnvloedt via de rentelasten ook het totale kassaldo in de begroting. Omgekeerd geldt tevens dat het kassaldo via de verandering in de omvang van de staatsschuld de omvang van de rentelasten beïnvloedt. Sinds 2017 vallen de rentelasten onder het zogeheten uitgavenplafond. Dit betekent dat een overschrijding op de begrote rentelasten elders binnen de Rijksbegroting gecompenseerd zal moeten worden, gegeven het uitgavenplafond.

De schuldmanager werkt binnen een bredere macro-economische context. De macro-economische ontwikkelingen hebben immers invloed op hoe de schuld zich ontwikkelt. Als het Nederland economisch gezien voor de wind gaat, zal de staatsschuld over het algemeen minder hard stijgen of zelfs afnemen. Dit is duidelijk te zien in de periode waar deze beleidsdoorlichting betrekking op heeft. Sinds begin 2016 is de staatsschuld met circa € 50 miljard afgenomen. In de jaren daarvoor was nog sprake van een omvangrijke stijging van de schuld. Het is belangrijk dat in het begrotingsbeleid aandacht is voor de langetermijnhoudbaarheid van de schuld. Het begrotingsbeleid en het schuldbeleid zijn samen verantwoordelijk het beheersbaar houden van de schuld onder verschillende omstandigheden – waaronder economische tegenslagen en stress op de financiële markten.

1.2 Beleidsdoorlichting 2015 en aanbevelingen

Elke vier jaar vindt een beleidsdoorlichting van artikel 11 plaats. De laatste was in 2015¹⁰. Hierin is beoordeeld in hoeverre is voldaan aan eerder genoemde richtlijnen van de IMF en Wereldbank om zo de vraag te kunnen beantwoorden of het gevoerde beleid doelmatig en doeltreffend is geweest, zoals door de Regeling Periodiek Evaluatieonderzoek¹¹ (RPE) werd (en nog steeds wordt) voorgeschreven.

De beleidsdoorlichting 2015 concludeerde dat het beleid over de periode 2012-2015 doeltreffend is geweest. Het voldeed grotendeels aan de richtlijnen van IMF en Wereldbank. Het Agentschap voerde het eigen beleid nauwgezet en doeltreffend uit. Als negatieve neveneffecten van de invulling van het beleid werden genoemd: een gebrek aan flexibiliteit in het financieringsbeleid; de gevolgen van het verschil tussen de staatsrente en de swaprente; de introductie van additionele risico's en kosten anders dan het renterisico en de rentekosten. Deze laatste waren het gevolg van de omvangrijke swapportefeuille. Ook werd geconcludeerd dat het beleid in opzet doelmatig is geweest. Hierbij werd wel de kanttekening geplaatst dat het afsluiten van renteswaps als onderdeel van de invulling van het renterisicobeleid gedurende de beleidsperiode minder doelmatig geworden is¹². Tot slot was de conclusie dat het financieringsbeleid over de periode 2012-2015 in opzet en invulling daarvan bijgedragen heeft aan lagere financieringskosten voor de staat.

Om de doelmatigheid en doeltreffendheid verder te verhogen, werden in 2015 de volgende aanbevelingen gedaan:

- Definieer eenduidige risico- en kostenmaatstaven waarmee de schuldportefeuille als geheel (inclusief verlengingen) kan worden beoordeeld, waarmee over de resultaten ten opzichte van deze maatstaven helder kan worden gerapporteerd en waarop kan worden gestuurd.

¹⁰ Kamerstukken II, 2014/15, 31935, nr. 20.

¹¹ Regeling van de Minister van Financiën van 15 maart 2018, houdende regels voor periodiek evaluatieonderzoek (Regeling periodiek evaluatieonderzoek), Staatscourant 2018, 16632

¹² Door de destijds omvangrijke swapportefeuille, waren de schommelingen in de waarde van de swapportefeuille op dagelijkse basis groot, hetgeen het dagelijkse cashmanagement bemoeilijkte.

- Verminder de schaal waarop gebruik wordt gemaakt van renteswaps gezien de negatieve neveneffecten. Het ligt dan voor de hand de (destijds) gehanteerde (7-jaars) benchmark los te laten, omdat deze te ver komt af te staan van in de praktijk realiseerbare portefeuilles.
- Analyseer in hoeverre verdere verlenging van de looptijd van de portefeuille wenselijk is gezien de historisch gezien lage rente en de vlakke rentecurve.
- Voer nader onderzoek uit of en in hoeverre meer flexibiliteit op de kapitaalmarkt wenselijk en mogelijk is, zonder afbreuk te doen aan de voorspelbaarheid, omdat een volledige ontkoppeling van het renterisicobeleid en het financieringsbeleid moeilijk is te continueren.
- Evalueer tussentijds het nieuwe beleid omtrent de schuldfinanciering, in het bijzonder het vermogen te kunnen inspelen op veranderende omstandigheden.

In de onderhavige beleidsdoorlichting zal nagegaan worden in hoeverre deze aanbevelingen zijn opgevolgd. Dit gebeurt vooral in hoofdstuk 4.

1.3 Beleidsdoorlichting 2019 en afbakening

In lijn met de RPE beoogt de beleidsdoorlichting 2019 de vraag te beantwoorden of het beleid ten aanzien van artikel 11 (Financiering staatsschuld) doeltreffend en doelmatig is geweest¹³. Uitgaande van de algemene doelstelling voor artikel 11 (zie paragraaf 1.1), luidt de centrale onderzoeksvraag: “In hoeverre heeft het gevoerde beleid bijgedragen aan schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke kosten onder acceptabel risico voor de begroting?”. Hierbij wordt opgemerkt dat doelmatigheid deel uitmaakt van de doelstelling van artikel 11, te weten financiering tegen zo laag mogelijke kosten. Dat impliceert dat, wanneer geconstateerd wordt dat de uitvoering van het beleid ten aanzien van schuldfinanciering op basis van artikel 11 doeltreffend is geweest, ook sprake zal zijn van doelmatigheid.

De beleidsdoorlichting 2019 bouwt voort op de voorgaande beleidsdoorlichting uit 2015 en heeft betrekking op het huidige beleidskader voor de periode 2016-2019. Dit beleidskader is gebaseerd op twee pijlers: (i) het financieringsbeleid (paragraaf 3.2) en (ii) het renterisicokader (paragraaf 3.3), die tezamen het risicobeleid (paragraaf 3.1) vormen. Door beide onderdelen te beoordelen kan een oordeel geveld worden over de doeltreffendheid en doelmatigheid.

Tot slot zij opgemerkt dat deze beleidsdoorlichting is geschreven in de eerste helft van 2019, een jaar dat onderdeel uitmaakt van het te beoordelen tijdvak 2016-2019. Dit is het gevolg van de wens om de bevindingen van deze beleidsdoorlichting zo veel mogelijk mee te kunnen nemen bij het opstellen van het nieuwe risicobeleid dat op 1 januari 2020 van kracht moet worden. Het was daarom niet mogelijk om deze beleidsdoorlichting pas na afloop van 2019 te schrijven. De *cut-off date* voor alle data in deze beleidsdoorlichting is 30 juni 2019, tenzij anders vermeld.

¹³ Omdat een beleidsdoorlichting in essentie de doeltreffendheid en doelmatigheid van het beleid (financieringsbeleid en risicokader) evalueert, bevat deze beleidsdoorlichting geen beoordeling van de doelmatigheid van de bedrijfsvoering van het Agentschap. De bedragen die met bedrijfsvoering gemoeid zijn, zijn weliswaar niet onaanzienlijk, maar verhoudingsgewijs zeer gering in verhouding tot de totale uitgaven en inkomsten gerelateerd aan schuldfinanciering (die bedragen lopen in de tientallen miljarden euro's). Om een goed oordeel te kunnen vormen over de doelmatigheid van de bedrijfsvoering van het Agentschap, zou een internationaal vergelijkend onderzoek uitkomst kunnen bieden.

1.4 Onderzoeken SEO

Het Agentschap heeft ten behoeve van deze beleidsdoorlichting twee deelonderzoeken laten uitvoeren naar de effectiviteit en efficiëntie van het financieringsbeleid en het renterisicokader in de periode 2016-2019. Deze onderzoeken zijn uitgevoerd door SEO Economisch Onderzoek (SEO), onder leiding van Johannes Hers, in samenwerking met Roel Beetsma (Universiteit van Amsterdam). SEO heeft de volgende deelvragen onderzocht:

- (i) Hoe en in welke mate heeft het renterisicobeleid bijgedragen aan staatsschuldfinanciering tegen zo laag mogelijke kosten onder acceptabel risico voor de begroting?
- (ii) Hoe en in welke mate heeft het financieringsbeleid, en de wijzigingen daarin, bijgedragen aan staatsschuldfinanciering tegen zo laag mogelijke kosten onder acceptabel risico voor de begroting? Is er ruimte voor meer flexibiliteit binnen het financieringsbeleid om efficiëntie te vergroten, zonder dat het risico toeneemt?

De resultaten van deze onderzoeken zijn opgenomen in het rapport 'Assessment of DSTA's 2016-2019 Risk Framework and Funding Policy'¹⁴, dat een belangrijke basis vormt voor deze beleidsdoorlichting en worden, tegelijk en integraal met deze beleidsdoorlichting, aan de Tweede Kamer aangeboden. De bevindingen van SEO zullen in de beleidsdoorlichting worden verwerkt, onder verwijzing naar het rapport, en waar nodig aangevuld.

1.5 Leeswijzer

In hoofdstuk 2 wordt de schuldfinanciering en het cashmanagement in de periode 2016-2019 beschreven: welke financieringsinstrumenten had het Agentschap tot zijn beschikking en wat waren de relevante marktomstandigheden. Ook wordt de verwachte financieringsbehoefte in die periode vergeleken met de realisaties en wordt de ontwikkeling van de staatsschuld beschreven. In hoofdstuk 3 wordt ingegaan op de risico's waarmee het Agentschap wordt geconfronteerd bij het uitvoeren van zijn mandaat en hoe deze risico's worden beheerst. De twee pijlers van het risicobeleid worden toegelicht: (i) het financieringsbeleid en (ii) het renterisicokader. Hoofdstuk 4 geeft een kwalitatieve en kwantitatieve beoordeling van het gevoerde beleid. De onderzoeken van SEO vormen een belangrijke basis voor dit hoofdstuk. In hoofdstuk 4 zal ook beoordeeld worden in hoeverre de richtlijnen van IMF en Wereldbank zijn gevolgd. Ten slotte zullen in hoofdstuk 5 de RPE vragen beantwoord worden. Hierbij zal steeds vermeld worden op welke eerdere informatie in de beleidsdoorlichting de antwoorden gebaseerd zijn. Hoofdstuk 5 zal ook aanbevelingen voor de komende periode, bevatten en een verbeterparagraaf. In Annex 1 is een verklarende woordenlijst opgenomen.

¹⁴ Assessment of DSTA's 2016-2019 Risk Framework and Funding Policy – Input for the DSTA's 2016-2019 evaluation, 15 maart 2019, SEO

Kader 1: Operatie Inzicht in Kwaliteit

Operatie Inzicht in Kwaliteit

In het regeerakkoord 'Vertrouwen in de toekomst'*, heeft het kabinet aangekondigd te starten met de "Operatie Inzicht in Kwaliteit" (OIK). Doel van deze Rijksbrede operatie is om meer inzicht te krijgen in de resultaten van beleid om de maatschappelijke impact van het beleid te kunnen vergroten. Hiertoe is begin 2019 een aantal departementale evaluatie- en onderzoeksinitiatieven geselecteerd voor de zogeheten 'proeftuin', aan de hand van drie criteria**: (a) de overtuiging dat meer inzicht op dit terrein het mogelijk maakt om maatschappelijke toegevoegde waarde te verhogen***; (b) het potentiële leereffect voor de operatie in de zoektocht naar structurele versterking van het evaluatiestelsel; en (c) de diversiteit van de totale portfolio van initiatieven om het totale leereffect te maximaliseren. Ook onderhavige beleidsdoorlichting maakte onderdeel uit van de 'proeftuin'. In dat kader is een aantal leerpunten en ervaringen te noemen dat de uitvoering van deze beleidsdoorlichting heeft opgeleverd:

Ten eerste is bekeken in hoeverre enige flexibiliteit mogelijk was bij de beantwoording van de RPE-vragen in het kader van deze beleidsdoorlichting. Gekozen is de RPE vragen pas aan het eind van het rapport te beantwoorden, in plaats van het onderzoek aan de hand van de RPE-vragen vorm te geven. De ervaring was dat dat bij heeft gedragen aan een logischer opbouw van het onderzoek en het rapport.

Ten tweede is besloten in de kabinetsreactie op de beleidsdoorlichting ook het nieuwe beleidskader voor de periode vanaf 2020 te introduceren. Dit vloeide logisch voort uit het feit dat de aanbevelingen uit de beleidsdoorlichting mede de basis vormen voor dit nieuwe beleidskader. In één document – de kabinetsreactie - wordt toegelicht hoe het nieuwe kader eruit ziet en hoe zich dat verhoudt tot de aanbevelingen uit de beleidsdoorlichting.

Tot slot is het voornemen om in de toekomst meer kortcyclisch en gericht te evalueren, bijvoorbeeld door vaker tussentijds scenario's door te rekenen op basis van het stochastische model dat de afgelopen maanden is ontwikkeld ten behoeve van het nieuwe beleidskader. Een beleidsdoorlichting gericht op de integrale beoordeling van doeltreffendheid en doelmatigheid van beleid op basis van artikel 11 begrotingshoofdstuk IX, zal uiterlijk weer over zeven jaar plaatsvinden. Daarbij zal gebruik worden gemaakt van de tussentijdse evaluaties.

* Kamerstukken II, 2017/18, 34 700, n3. 34, bijlage 820240

** Kamerstukken II, 2018/19, 31 865, nr. 126

*** Voor alle initiatieven geldt nadrukkelijk dat 'aan de voorkant' geen garantie bestaat dat meer inzicht ook daadwerkelijk ruimte voor verbetering gaat tonen. Deze verwachting en intentie is wel overal aanwezig, aldus kamerstukken II, 2018/19, 31 865, nr. 126, bijlage 1

2 Schuldfinanciering en cashmanagement 2016-2019

2.1 Instrumenten

Het Agentschap gebruikt verschillende instrumenten om de staatsschuld te financieren, binnen de kaders van het financieringsbeleid (paragraaf 3.2) en het renterisicokader (paragraaf 3.3). De inzet van deze verschillende instrumenten wordt jaarlijks geconcretiseerd in het financieringsplan dat in december wordt gepubliceerd in de zogeheten 'Outlook' (zie paragraaf 2.3). Deze Outlook wordt jaarlijks door de minister van Financiën aangeboden aan de voorzitter van de Tweede Kamer. De basis voor het financieringsplan is de verwachte financieringsbehoefte voor het betreffende jaar. De financieringsbehoefte ontstaat primair door aflossingen van bestaande leningen en het verwachte kassaldo in de begroting. In het financieringsplan wordt aangegeven hoe in de totale financieringsbehoefte wordt voorzien. Bepaald wordt hoe de behoefte verdeeld wordt over de kapitaalmarkt en de geldmarkt, waarbij gestreefd wordt naar voldoende liquiditeit van de instrumenten in beide markten. Liquiditeit is een van de kernwaarden van het financieringsbeleid van het Agentschap, naast consistentie en transparantie. Dit financieringsbeleid wordt toegelicht in paragraaf 3.2. Met periodieke publicaties worden investeerders op de hoogte gehouden van veranderingen in de financieringsbehoefte en het effect hiervan op de activiteiten van het Agentschap op de financiële markten.

Kapitaalmarktinstrumenten

Op de kapitaalmarkt geeft het Agentschap staatsobligaties uit met looptijden langer dan één jaar. Dit schuld papier staat op de financiële markten bekend onder de naam *Dutch State Loans* (DSL's). Het totale beroep op de kapitaalmarkt wordt jaarlijks in het financieringsplan aangekondigd en uitgedrukt in een bandbreedte (bijvoorbeeld tussen €19-23 miljard voor 2019). Ook wordt in het financieringsplan aangegeven welke leningen worden geplaatst, incl. de bedragen die er mee gemoeid zijn, al dan niet binnen bepaalde bandbreedtes. Vervolgens wordt elk kwartaal bepaald welke concrete schulduitgiften gedaan zullen worden. Deze uitgiften worden tijdig gecommuniceerd aan investeerders door middel van kwartaalkalenders. Hierin worden de beoogde veilingdata vermeld en de gewenste uitgiftevolumes. De uitgiftevolumes worden eveneens uitgedrukt in bandbreedtes. DSL's worden geplaatst in euro's. In het verleden heeft het Agentschap ook staatsobligaties uitgegeven in Amerikaanse dollars, waarbij het valutarisico direct werd afgedekt. Destijds heeft het Agentschap van deze mogelijkheid gebruik kunnen maken doordat de financieringsbehoefte relatief hoog was en er derhalve ruimte voor was naast de meer reguliere instrumenten, overigens wel steeds onder de voorwaarde van een kostenbesparing t.o.v. het reguliere instrument in euro's

Nieuwe DSL's met een looptijd van vijf jaar of meer worden in de regel geveild door middel van een *Dutch Direct Auction* (DDA). Hierbij kunnen investeerders DSL's kopen via bepaalde daarvoor aangestelde banken (de '*Primary Dealers*', zie paragraaf 2.2). Heropeningen van bestaande leningen vinden in beginsel plaats via toonbankveilingen (ook wel tapveilingen of toonbankveilingen genoemd) op de tweede of vierde dinsdag van de maand. Hetzelfde geldt voor nieuwe obligaties met een looptijd korter dan vijf jaar.

Kader 2: Groene obligatie

Groene obligatie

In zijn brief aan de Tweede Kamer van 31 oktober 2018 kondigde de minister van Financiën aan in 2019 groene obligatie uit te willen geven*. Dit is de eerste groene obligatie voor Nederland en Nederland is het eerste triple-A land dat een groene obligatie heeft uitgegeven. Met deze groene obligatie speelt Nederland in op de grote vraag van investeerders naar dit type instrument. Daarnaast ondersteunt het de totstandkoming en verdere verdieping van een robuuste groene financiële markt, waarin kapitaal gemobiliseerd wordt voor klimaatdoeleinden. De Nederlandse groene obligatie is gekoppeld aan groene begrotingsuitgaven van het Rijk: investeerders zullen via een rapportage geïnformeerd worden over de manier waarop de met de obligatie opgehaalde middelen worden toegewezen aan de groene uitgaven. Ook zal gerapporteerd worden over de impact van de uitgaven die met de groene obligatie gemoeid is. De uitgangspunten voor de obligatie zijn vervat in het 'Green Bond Framework' dat op 9 april 2019 is gepubliceerd en aan de Tweede Kamer is verzonden, samen met de zogeheten 'second party opinion' van Sustainalytics**. Daarnaast heeft Nederland de groene obligatie door het Climate Bonds Initiative laten certificeren, teneinde om kenbaar te maken dat de opbrengsten van de groene obligatie aan zogenaamde 'donkergroene' uitgaven worden toegewezen en derhalve het Green Bond Framework aan de hoogste standaarden voldoet. Voor het overige is deze groene obligatie vergelijkbaar met een 'reguliere' DSL met een looptijd van 20 jaar.

De uitgifte heeft plaatsgevonden via een DDA op 21 mei jl. en heeft afgerond € 5,98 miljard opgebracht. Over de resultaten van de DDA is de Tweede Kamer geïnformeerd***. Een uitgebreidere verantwoording zal worden opgenomen in het Jaarverslag Ministerie van Financiën en Nationale Schuld 2019.

* Kamerstukken II, 2018/19, 35000 IX, nr. 8.

** Kamerstukken II, 2018/19, 35000 IX, nr. 23.

*** Kamerstukken II, 2018/19, 35000 IX, nr. 20

Geldmarktinstrumenten en cash management

Het andere deel van de financieringsbehoefte van de Nederlandse Staat wordt door het Agentschap gefinancierd op de geldmarkt. Hiervoor kunnen verschillende instrumenten worden ingezet met looptijden variërend van één dag tot twaalf maanden (waarbij in de praktijk looptijden meestal niet langer zijn dan zes maanden).

Schatkistpapier, beter bekend onder de naam *Dutch Treasury Certificates (DTC's)*, is kortlopend schuld papier waarvan de hoofdsom gemiddeld binnen drie tot zes maanden moet worden terugbetaald en maakt een belangrijk deel uit van de totale geldmarktfinanciering van het Agentschap. Net als voor DSL's vindt uitgifte van DTC's plaats conform een uitgiftekalender, waarbij investeerders elk kwartaal op de hoogte gesteld worden van de beoogde veilingdata en uitgiftevolumes. Ook voor DTC's worden uitgiftevolumes weergegeven als bandbreedte. DTC-veilingen vinden in de regel plaats op de eerste en derde maandag van de maand.

Naast de regelmatige en van tevoren aangekondigde uitgifte van staatsobligaties en schatkistpapier heeft het Agentschap in het kader van cashmanagement een aantal geldmarktinstrumenten ter beschikking die het flexibeler kan inzetten, afhankelijk van de financieringsbehoefte en de marktomstandigheden. Zo kan het Agentschap onder andere *Commercial Paper (CP)* uitgeven. CP is schuld papier dat wordt verkocht in euro's en vreemde valuta's (waarbij het valutarisico volledig wordt afgedekt) en kent looptijden variërend van één dag tot (in de praktijk) één maand. CP is, in tegenstelling tot DSL's en DTC's, niet gebonden aan vooraf vastgestelde uitgifte data of -volumes. Door zowel *Euro Commercial Paper (ECP)* als *United States Commercial Paper (USCP)* uit te geven heeft het Agentschap toegang tot een brede groep investeerders.

Om eventuele restsaldi effectief op te kunnen vangen maakt het Agentschap onder andere gebruik van deposito's en *repurchase agreements* (repo's), veelal met looptijden korter dan één week. Met behulp van deposito's kunnen tekorten en overschotten eenvoudig worden aangetrokken of uitgezet. Repo's behelzen het verkopen van schuldpapier bij aanvang van de transactie en het aankopen van ditzelfde schuldpapier aan het eind van de looptijd. In de praktijk staat dit grofweg gelijk aan financiering met behulp van deposito's. Financiering met behulp van repo's gebeurde tot voor kort uitsluitend op initiatief van banken, waarbij het Agentschap optreedt als *lender of last resort* door schaars schuldpapier kortstondig uit te lenen. Sinds 2019 kunnen repo's ook actief worden ingezet op initiatief van het Agentschap, bijvoorbeeld om zelf de verhandelbaarheid van bepaald schuldpapier te stimuleren. Met behulp van *reverse repurchase agreements* (reverse repo's) is het Agentschap in staat om overtollige middelen gedekt uit te zetten. Hierbij wordt aan het begin van de transactie schuldpapier gekocht, waarna ditzelfde schuldpapier op de afloopdatum weer wordt verkocht. Op deze manier wordt het oorspronkelijk aankoopbedrag uitgezet bij de tegenpartij, waarbij het gelopen kredietrisico (deels) wordt afgedekt met het ontvangen onderpand. Tevens kan het Agentschap ervoor kiezen om bij positieve kassaldi DSL's met een resterende looptijd van maximaal 24 maanden in te kopen en ze daarmee vervroegd af te lossen. Op deze manier kunnen pieken in de dagelijkse financieringsbehoefte worden opgevangen, bijvoorbeeld wanneer in een bepaalde periode DSL's moeten worden afgelost.

Bufferfunctie geldmarkt

Zoals aan het begin van deze paragraaf beschreven, wordt in de jaarlijkse Outlook in december, op basis van de financieringsbehoefte van het komende jaar aangekondigd wat de verdeling tussen kapitaalmarktuitgiften en geldmarktuitgiften in dat jaar zal zijn. Door hierbij uit te gaan van bandbreedtes, behoudt het Agentschap enige flexibiliteit in de uitgifte. Schommelingen in de financieringsbehoefte in een jaar, worden voornamelijk opgevangen op de geldmarkt, omdat die instrumenten flexibeler inzetbaar zijn dan kapitaalmarktinstrumenten. De geldmarkt vervult hiermee een bufferfunctie voor de staatschuldfinanciering.

Depositorekening DNB

Het Agentschap kan onder bepaalde voorwaarden overtollige middelen uitzetten bij DNB. Vanwege de extreem ruime liquiditeitsverhoudingen in het eurogebied die het gevolg zijn van het door de ECB gevoerde ruime monetaire beleid, hebben tegenpartijen veel meer dan in het verleden een positieve kaspositie die ze tegen relatief aantrekkelijke tarieven bij hun centrale bank kunnen aanhouden. Hierdoor is het steeds moeilijker, duurder en risicovoller geworden om tijdelijk overtollige middelen in de markt uit te zetten. De belangrijkste voorwaarde verbonden aan het gebruik van de DNB-faciliteit is dat het Agentschap DNB minimaal 5 werkdagen van tevoren informeert over de saldi die het bij DNB wenst aan te houden. Over het grootste deel van het saldo vergoedt DNB aan het Agentschap momenteel een tarief gelijk aan de depositorente¹⁵.

Er zijn twee belangrijke redenen waarom het Agentschap in het kader van cash management de faciliteit gebruikt. Ten eerste het veilig uitzetten van tijdelijk overtollige middelen in perioden waarin de kaspositie positief is; deze situatie treedt het vaakst op aan het einde van de maand wanneer meer belastinginkomsten binnenkomen dan er uitgaven worden gedaan, en na grote veilingen (zoals na een DDA waarin in één keer bedragen van € 5 tot 6 miljard euro de kas instromen). Door een beroep te doen op de DNB-faciliteit vermindert het Agentschap kredietrisico. De tweede reden is dat door het gebruik van de faciliteit het Agentschap een positief saldo kan opbouwen in aanloop naar omvangrijke

¹⁵ Sinds 16 maart 2016 was de depositorente gelijk aan -0,40%; op 18 september 2019 heeft de ECB deze verlaagd naar -0,50%

aflossingen en couponbetalingen. Een voorbeeld: omdat 10-jaars leningen standaard als coupondatum 15 juli hebben, is jaarlijks op 15 juli sprake van een forse kasuitstroom. Om te voorkomen dat het Agentschap op die dag majeure bedragen in één keer uit de markt moet halen (met mogelijk opwaartse prijsdruk als gevolg), wordt financiering aangetrokken in de dagen voorafgaand aan 15 juli en tijdelijk geparkeerd bij DNB. Op 15 juli wordt het saldo bij DNB aangewend voor de aflossing en de couponbetalingen. Op die manier wordt het herfinancierings- en liquiditeitsrisico gemitigeerd.

Derivaten

Het Agentschap gebruikt verschillende derivaten om risico's inherent aan kapitaal- en geldmarktuittgiften af te dekken. Zo wordt het valutarisico op schuld in vreemde valuta altijd afgedekt met behulp van valutaswaps. Bij een valutaswap wordt het geleende bedrag in vreemde valuta aan het begin van de transactie omgewisseld voor euro's. Aan het eind van looptijd worden deze geldstromen teruggedraaid, waarbij euro's worden omgewisseld voor vreemde valuta, zodat de oorspronkelijke geldschietter kan worden terugbetaald. Ook gebruikt het Agentschap renteswaps. Renteswaps behelzen een uitwisseling van vaste en variabele geldstromen tussen partijen en stellen het Agentschap in staat om de looptijd van de portefeuille, en daarmee het renterisico voor de begroting, bij te sturen. Hier geldt dat het renterisico daalt naarmate de looptijd van de schuld- en swapportefeuille toeneemt, omdat de gemiddelde verschuldigde rente voor langere tijd is vastgelegd. Bij een zogeheten payerswap moet een vaste rente worden betaald en wordt een variabel rentetarief ontvangen. Bij een receiverswap wordt een vaste rente ontvangen en een variabele rente betaald. Derivaten worden in de regel afgesloten met PD's.

2.2 Primary Dealer stelsel

Het Agentschap maakt gebruik van *Primary Dealers* (PD's), *Single Market Specialists* (SMS'en) en *Commercial Paper Dealers* (CPD's). Dit zijn financiële instellingen uit binnen- en buitenland die worden aangesteld en verantwoordelijk zijn voor de distributie en promotie van Nederlandse DSL's, DTC's en CP. Waar SMS'en het recht hebben om enkel deel te nemen aan DTC-veilingen, hebben PD's het recht om deel te nemen aan zowel DSL-veilingen als DTC-veilingen. Commercial paper wordt uitsluitend verkocht aan CPD's. Daarnaast hebben PD's en SMS'en toegang tot de repofaciliteit. Met de repofaciliteit hebben ze de mogelijkheid schuldpapier kortstondig van het Agentschap te lenen. Dit gaat gepaard met rapportage- en quoteerverplichtingen. Onder de rapportageverplichting leveren PD's en SMS'en data aan over onder andere hun activiteiten op de secundaire markt. De quoteerverplichting verplicht PD's en SMS'en tot het actief afgeven van competitieve aan- en verkoopprijzen in de secundaire markt, wat bijdraagt aan de verhandelbaarheid van het Nederlandse schuldpapier op de secundaire markt.

De PD's worden jaarlijks door het Agentschap geselecteerd en gecontracteerd. De selectie baseert het Agentschap onder meer op zogeheten '*businessplannen*' van elke PD, met daarin informatie over onder andere het distributienetwerk en de kapitaalpositie van een PD. In het businessplan omschrijft de PD welke meerwaarde de PD heeft voor het Agentschap, welke rol zij voor zichzelf zien op de markt voor schatkistpapier en staatsobligaties, hoe hun klantenbasis eruit ziet (geografische oriëntatie, spreiding over beleggersgroepen), en welke prestaties zij verwachten te leveren in de veilingen (bijv. in termen van marktaandeel). Ook de prestaties van de PD op de secundaire markt en tijdens de veilingen in het lopende jaar worden bij de selectie voor het nieuwe jaar meegenomen. Indien nodig nodigt het Agentschap een PD uit in Den Haag om het businessplan en het commitment aan de Nederlandse staat toe te lichten.

Alle PD's ontvangen van het Agentschap een vergoeding, afhankelijk van hun prestaties in veilingen (zie ook paragraaf 4.4.2). De vergoeding is voor een deel in contanten; de omvang daarvan is afhankelijk van het aantal DDA's. Per DDA is een bedrag van ongeveer € 4 tot € 6 miljoen beschikbaar.

Een ander deel bestaat uit het recht om gedurende 3 werkdagen na afloop van een toonbankveiling tot 15% extra staatsobligaties te kopen tegen de gemiddelde veilingprijs (de zogeheten 'non-comp faciliteit'). Deze optie heeft een waarde, afhankelijk van hoe de prijs zich na de veiling ontwikkelt. Daarnaast heeft een PD bepaalde rechten die alleen voor PD's gelden, zoals de toegang tot de repofaciliteit van het Agentschap. Bij elke DDA stelt het Agentschap drie PD's aan als adviseur. Deze PD's adviseren het Agentschap onder meer over relevante marktontwikkelingen in aanloop naar een DDA, de coupon, en de zogeheten 'roadshows' (ontmoetingen met potentiële investeerders). De adviseurs ontvangen voor hun advisering een vergoeding van het Agentschap.

2.3 Planning versus realisatie

In deze paragraaf worden de jaarlijkse financieringsplannen afgezet tegen de realisaties. In tabel 1 is per jaar voor de periode 2016-2019 het financieringsplan zoals steeds opgenomen in de jaarlijkse Outlook (gepubliceerd in december van het voorgaande jaar), alsook de update ervan in begin januari en de uiteindelijke realisatiecijfers ultimo jaar.

Tabel 1: Financieringsbehoefte en realisaties (in € mld.).

Financieringsbehoefte	2016			2017			2018			2019		
	Outlook	Update	Realisatie	Outlook	Update	Realisatie	Outlook	Update	Realisatie	Outlook	Update	Realisatie
Aflossingen kapitaalmarkt T	28,2	28,1	28,2	42,5	42,5	42,5	38,5	38,4	38,4	29,6	29,6	
Geldmarkt ultimo T-1	22,4	15,2	15,2	18,9	18,2	18,2	18,6	15,7	15,7	20,9	20,2	
Kassaldo T*	7,6	7,6	-5,8	-2	-2	-17,7	-3,6	-3,6	-14,6	-7,2	-7,2	
Overige inkomsten			-2,4									
Verandering in onderpand			3,5			2,8			4,3			
Inkopen DSLs			8,1			3,8			1,2			
Totale financieringsbehoefte	58,2	50,9	46,8	59,4	58,7	49,6	53,5	50,5	45,1	43,3	42,6	
Invulling Financieringsbehoefte												
10-jaarslening			15,1			15,6			12,4			
7-jaarslening						6,6			8,8			
5-jaarslening			8,0			7,5						
Heropenen bestaande leningen			3,5			4,2			2,5			
Kapitaalmarktuitgiften	25-30	25-30	26,6	30-35	30-35	32,5	23-29	23-29	23,6	19-23	19-23	
Inkomsten uit uitgiften boven par			2,0			1,4			1,3			
Geldmarktstand ultimo	28,2-33,2	20,9-25,9	18,2	24,4-29,4	24,4-29,4	15,7	24,5-30,5	21,5-27,5	20,2	19-23	19-23	
Totaal financiering			46,8			49,6			45,1			

* Een positieve (negatieve) waarde betekent dat sprake is van negatief (positief) kassaldo, dit verhoogt (verlaagt) de financieringsbehoefte.

Het financieringsplan bestaat uit de financieringsbehoefte en invulling hiervan. De bovenstaande tabel geeft de relevante cijfers op drie momenten in de tijd:

- **Outlook:** Tijdens het jaarlijkse Outlook evenement in december wordt het financieringsplan voor het daaropvolgende jaar bekendgemaakt. Dit bevat de geschatte financieringsbehoefte en hoe het Agentschap van plan is daar invulling aan te geven. Deze invulling bestaat uit de verdeling tussen de geld- en kapitaalmarkt binnen een bepaalde bandbreedte en een verdere specificering van de uitgiftes (van DSL's) op de kapitaalmarkt. Het kassaldo in de begroting dat wordt gebruikt is de

meest recente raming die met de Tweede Kamer is gedeeld; veelal is dat de raming uit de Miljoenennota.

- **Update:** De schatting van de financieringsbehoefte die wordt gepubliceerd in het financieringsplan in december wordt in de eerste week van januari geactualiseerd aan de hand van de definitieve geldmarktstand aan het einde van het jaar ervoor. Deze kan hoger of lager uitkomen dan in de Outlook door de begrotingsrealisatie over de laatste weken van het jaar.
- **Realisatie:** De realisatiekolom omvat ten eerste de definitieve stand van de aflossingen op de kapitaalmarkt in het desbetreffende jaar, de geldmarktstand ultimo het jaar ervoor en het kassaldo over het jaar ervoor. Daarnaast bevat deze kolom de overige inkomsten (bijvoorbeeld de verkoop van staatsdeelnemingen), de verandering in onderpand uit hoofde van swaps en het totaal aan inkopen van DSL's (*buybacks DSL's*) in dat jaar. Daarnaast is in de realisatiekolom vermeld met welke specifieke instrumenten de kapitaalmarktuitgifte is ingevuld in dat jaar. Tot slot is de geldmarktstand ultimo het jaar in de realisatiekolom opgenomen.

In tabel 1 is te zien is dat elk jaar in de periode 2016-2019 een vergelijkbare ontwikkeling kent van de initiële schatting van de financieringsbehoefte naar de update begin januari: doordat het kassaldo hoger uitvalt dan waar het financieringsplan van uitgaat, valt de financieringsbehoefte in dat jaar lager uit. Dit is een gevolg van de sterke prestaties van de Nederlandse economie als gevolg waarvan belastinginkomsten stijgen en uitgaven minder hard groeien. Hogere kassaldi in enig begrotingsjaar en lagere financieringsbehoeftes vertalen zich in een lagere uitstaande schuld op de geldmarkt aan het einde van het jaar, en daarmee een lagere (her)financieringsbehoefte voor het komende jaar.

De uiteindelijke realisatie van de financieringsbehoefte laat ook een daling zien ten opzichte van de begin januari geactualiseerde financieringsbehoefte. Dit is eveneens het gevolg van een hoger dan verwacht kassaldo aan het einde van het jaar. De achtergrond hiervoor kan gevonden worden in de gunstiger economische omstandigheden dan verwacht, waardoor belastinginkomsten hoger en overheidsbestedingen lager uitkomen dan geraamd. Wat betreft de invulling van de financieringsbehoefte is te zien dat de stand van de kapitaalmarktuitgiftes voor alle jaren uitkomt binnen de bandbreedte die is gecommuniceerd in het financieringsplan, terwijl de geldmarktstand fors lager uitkomt dan deze oorspronkelijke bandbreedte. Dit illustreert de eerder beschreven bufferfunctie van de geldmarkt: (grote) veranderingen in de financieringsbehoefte worden opgevangen door de geldmarkt, waardoor het Agentschap in staat is om aan de aan de markt toegezegde uitgiften op de kapitaalmarkt gehoor te geven.

2.4 Uitgaven en ontvangsten staatsschuld en schuldontwikkeling

De uitgaven en ontvangsten van artikel 11 bestaan uit drie delen: leningen (ook wel mutatie schuld), rente en overige kosten. Onderstaande tabel geeft een overzicht van de uitgaven en ontvangsten van de leningen en rente van 2016-2018. Als referentie is in de bovenste regel de omvang van de staatsschuld aan het einde van het jaar opgenomen.

Tabel 2: Uitgaven en ontvangsten artikel 11 (in € mln.).

	2016	2017	2018
Omvang staatsschuld (in € mld.)	363	346	330
Rente	7.829	6.977	6.289
Rentelasten vaste schuld	7.533	6.847	6.236
Rentelasten vlottende schuld	40	29	0
Uitgaven bij voortijdige beëindiging	254	100	53
Rentelasten derivaten kort	1	0	0
Leningen	36.000	47.286	39.533
Aflossing vaste schuld	36.000	43.303	39.533
Mutatie vlottende schuld	0	3.983	0
Rente	6.678	2.995	4.762
Rentebaten vlottende schuld	220	237	224
Rente derivaten lang	1.087	1.210	1.202
Rente derivaten kort	0	0	1
Ontvangsten bij voortijdige beëindiging derivaten	5.371	1.547	3.335
Leningen	33.973	32.534	27.777
Uitgifte vaste schuld	28.957 ¹⁶	32.534	23.637
Mutatie vlottende schuld	5.016	0	4.140

Mutatie schuld

Te zien is dat het grootste deel van de uitgaven en ontvangsten bestaan uit de uitgifte van schuld en de aflossingen hiervan. De uitgifte van schuldpapier leidt tot instroom van geld oftewel een ontvangst op artikel 11, terwijl aflossing leidt tot een uitgave (uitstroom van middelen) en uitgave op artikel 11. In tabel 2 is te zien dat in de jaren 2016 – 2018 een daling heeft plaatsgevonden in de uitgifte van leningen, van ongeveer € 34 miljard in 2016 tot ongeveer € 28 miljard in 2018. Dit wordt hoofdzakelijk veroorzaakt door een positief kassaldo zoals eerder toegelicht in paragraaf 2.3. De totale uitgifte van schuld in een jaar wordt door twee variabelen bepaald, het kassaldo (verschil tussen uitgaven en ontvangsten) voor het lopende jaar en de herfinanciering van bestaande schuld. Tezamen met de omvang van de geldmarkt ultimo het jaar ervoor (ongeveer rond €20 miljard euro, zie ook tabel 1), vormt dit de financieringsbehoefte voor een jaar.

Rente

De rentelasten worden onderverdeeld in 'EMU-saldo relevant' en 'niet EMU-saldo relevant'. De rentelasten die voor het EMU-saldo relevant zijn, zijn het saldo van de rentelasten en –baten op de vaste en de vlottende schuld¹⁷. Deze rentelasten zijn net als de staatsschuld afgenomen in de periode 2016 – 2018. Deels wordt de afname in de rentelasten verklaard door de afname van de schuld. Echter, de rentelasten op de schuld laten al jaren een dalende trend zien, wat niet geldt voor de schuld. In de jaren voor 2008 lagen de jaarlijkse rentelasten nog tussen de € 9 en € 10 miljard, wat gedaald is naar € 6 miljard in 2018. In de periode 2008-2015 is de staatsschuld sterk in omvang toegenomen (van minder dan € 300 miljard eind 2008 tot € 370 miljard eind 2015). Dat de rentelasten niet zijn meegestegen, komt doordat er al jarenlang zeer lage rentes gelden voor de DSL-uitgiftes. Relatief dure schuld is gedurende de aflopen periode afgelost, en gefinancierd met relatief goedkope nieuwe schuld. Een groot deel van de rentelasten op de vaste schuld wordt bepaald door reeds eerder uitgegeven

¹⁶ Inclusief de overname van de uitstaande schuld van Propertize ter waarde van € 2,35 miljard.

¹⁷ Rentelasten verbonden aan derivaten zijn 'niet EMU-saldo relevant'.

schuld. Zo is van de € 6.236 miljoen aan rentelasten in 2018 slechts € 65 miljoen toe te wijzen aan in 2018 uitgegeven leningen. In 2016 en 2017 gaat het om respectievelijk € 50 miljoen en € 74 miljoen.

Rentelasten die niet relevant voor het EMU-saldo zijn, zijn de rentestromen op rentederivaten (zie paragraaf 2.1) die bij de financiering van de staatsschuld worden gebruikt. Reden is dat deze rentestromen worden behandeld als financiële transacties. In de jaren 2016 – 2018 liggen de (netto) renteontvangsten op derivaten tussen de € 1,1 miljard en € 1,2 miljard. In anticipatie op het risicobeleid voor de periode 2016-2019 (zie hoofdstuk 3) is eind 2015 al begonnen met het voortijdig beëindigen van langlopende *receiverswaps*. Hierbij ontving de Staat de marktwaarde die de swaps op dat moment hadden, bestaande uit het totaal van de contant gemaakte waarde van alle toekomstige renteontvangsten en –betalingen. In 2016 heeft dit geleid tot een ontvangst van € 5,4 miljard, in 2017 bedroeg de ontvangst € 1,5 miljard en in 2018 ging het om € 3,3 miljard. Overigens verlagen deze eenmalige ontvangsten de rentebaten uit hoofde van swaps in toekomstige jaren (feitelijke worden de rentebaten naar voren gehaald).

Ieder jaar hebben ook uitgaven plaatsgevonden vanwege het inkopen (oftewel voortijdig aflossen) van DSL's; deze inkopen zijn onderdeel van de regel 'Aflossingen vaste schuld'. Dit voortijdig aflossen bracht kosten met zich. Doordat de rente de afgelopen jaren is gedaald, is de prijs waartegen een obligatie werd ingekocht hoger dan de nominale waarde. Dit komt doordat de coupon van de obligatie hoger is dan op dat moment in de markt geldende rente. Hierdoor is de marktwaarde van een dergelijke obligatie hoger dan de nominale waarde. Verschillen worden geboekt bij 'Uitgaven bij voortijdige beëindiging'. Tegenover deze uitgaven staan lagere rentelasten in de jaren tot en met de oorspronkelijke aflossing, omdat op de ingekochte obligaties in die jaren geen rente meer betaald wordt. In 2016 is voor totaal € 11,1 miljard aan DSL's voortijdig afgelost, waarvan zo'n € 8 miljard aan leningen die in 2017 en 2018 afliepen. De bijbehorende uitgaven bedroegen € 254 miljoen. In 2017 is voor totaal € 4,4 miljard aan DSL's voortijdig afgelost, met uitgaven van € 100 miljoen. In 2018 is voor een totaal van € 1,8 miljard voortijdig afgelost, wat tot € 53 miljoen aan uitgaven leidde.

Overige kosten

Naast de zojuist besproken uitgaven en inkomsten, worden door het Agentschap kosten gemaakt in het kader van de dagelijkse bedrijfsvoering. Deze zogenoemde 'overige kosten' bestaan voor het grootste deel uit provisiekosten voor de *Primary Dealers* (zie hierna).

Andere kosten betreffen de overheadkosten, die bestaan uit personeelskosten en kosten voor ICT. Deze uitgaven staan voor het hele ministerie van Financiën op een apart begrotingsartikel, namelijk artikel 8 (Centraal apparaat). In tabel 3 staan de overige kosten van het Agentschap die betrekking hebben op de financiering van de staatsschuld. Voor de personeelskosten geldt dat het grootste deel van de werkzaamheden van het Agentschap wordt verricht vanwege de financiering van de staatsschuld.¹⁸

¹⁸ Het resterende deel kan worden toegerekend aan de uitvoering van artikel 12 (Schatkistbankieren). Over dit artikel is een separate beleidsdoorlichting geschreven.

Tabel 3: Overige kosten Agentschap (in € mln.).

	2016	2017	2018
Overige kosten (artikel 11)	11,2	12,6	8,9
Overheadkosten Agentschap (artikel 8)	4,2	4,6	5,2
Personeel	3,9	3,9	3,9
Materieel ICT	0,2	0,5	0,8
Overig materieel	0,0	0,3	0,5

Voor 2018 is in onderstaande tabel is een uitsplitsing te zien van de gerealiseerde overige kosten:

Tabel 4: Overige kosten Agentschap.

Agentschap: uitgaven apparaat	
Budgetplaats	Realisatie 2018
Overige apparaatsuitgaven	8.886.037
Overig materieel	8.803.156
Provisie en kosten	8.236.418
Connection Fee	928.806
ICT i.v.m. Staatsschuld	422.793
Provisie en kosten	6.594.137
Kosten betalingsverkeer	111.174
Noteringskosten	179.507
Kosten Bankinstellingen	566.737
Incidentele baten en lasten	82.882

- De sub-post 'Provisie en kosten' houdt vooral verband met het Primary Dealer stelsel. In paragraaf 2.2 is beschreven dat het Agentschap gebruik maakt van Primary Dealers (PD's) voor de distributie en promotie van Nederlands schuld papier, waarvoor PD's een vergoeding ontvangen hetgeen internationaal gebruikelijk is. De financiële vergoeding die PD's ontvangen voor hun diensten is afhankelijk van de afgenomen hoeveelheid DSL's bij de lancering van een nieuwe obligatie. Daarnaast laat het Agentschap zich in de aanloop naar de uitgifte van een nieuwe lening op de kapitaalmarkt adviseren door drie PD's die hier een adviseursvergoeding voor krijgen.
- De posten 'Kosten Bankinstellingen' en 'Incidentele baten en lasten' zien op langdurige contracten met banken om het betalingsverkeer van het Rijk en het schatkistbankieren uit te kunnen voeren. Het schatkistbankieren en betalingsverkeer wordt verantwoord op artikel 12 en de beleidsdoorlichting hiervan heeft in 2018-2019 plaatsgevonden¹⁹.
- Connection fee, ICT, clearingkosten en noteringskosten zijn uitgaven voor de operationele infrastructuur om de staatsschuld te financieren.

¹⁹ Kamerstukken II, 2018/19, 31935, nr. 53

2.5 Marktomstandigheden

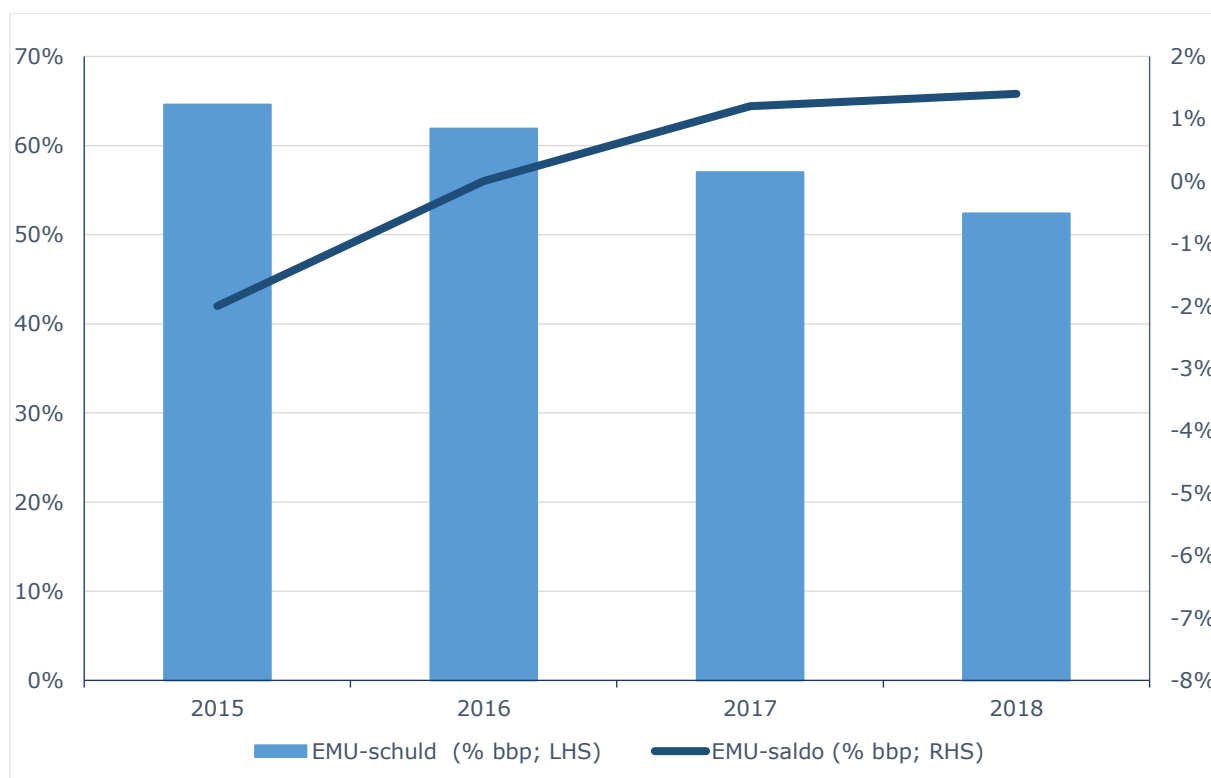
Deze paragraaf beschrijft de belangrijkste marktomstandigheden met betrekking tot de financiering van de Nederlandse staatsschuld, tijdens de voor deze beleidsdoorlichting relevante beleidsperiode. De *cut-off date* voor alle data in deze beleidsdoorlichting is 30 juni 2019, tenzij anders vermeld.

Het economisch herstel dat in 2014 begon, zette zich door in de jaren 2015 en 2016, met groeicijfers van het BBP van respectievelijk 2,0% en 2,2%. Het jaar erna in 2017 is voorlopig de sterkste groei van de Nederlandse economie gerealiseerd (2,9%) van de afgelopen 10 jaar. In 2018 nam de groei iets af naar 2,5%, maar was nog steeds sterk. De verwachting (eind juni) is dat de groei in 2019 terugvalt naar een standaard groeitempo in de buurt van de potentiële groei van 1,5%.

Deze trend van een groeiende economie, met in de periode 2015-2018 een groei die boven de potentiële groei lag²⁰, loopt parallel aan een trend van een dalend werkloosheidscijfer; vanaf het eerste kwartaal in 2014, met een werkloosheidscijfer van 7,81%, is dit gestaag afgenomen tot 3,59% in het laatste kwartaal van 2018.

Voornoemde indicatoren, zoals door het CPB gepresenteerd, laten een beeld zien van een sterke Nederlandse economie. Dit beeld wordt bevestigd door cijfers van het CPB met betrekking tot de EMU schuld van Nederland en het verloop daarin. In 2017 is Nederland voor het eerst sinds 2010 weer onder de 60% grens gekomen die de EU stelt als maximum van de verhouding overheidsschuld ten opzichte van het BBP, zie figuur 1 hierna. Deze daling van de EMU-schuld heeft zich daarna voortgezet, naar 52,4% in 2018. Het EMU-saldo is gestegen, van 0% in 2016 naar 1,4% in 2018.

Figuur 1: Nederlandse EMU-schuld en EMU-saldo, 2015-2018.

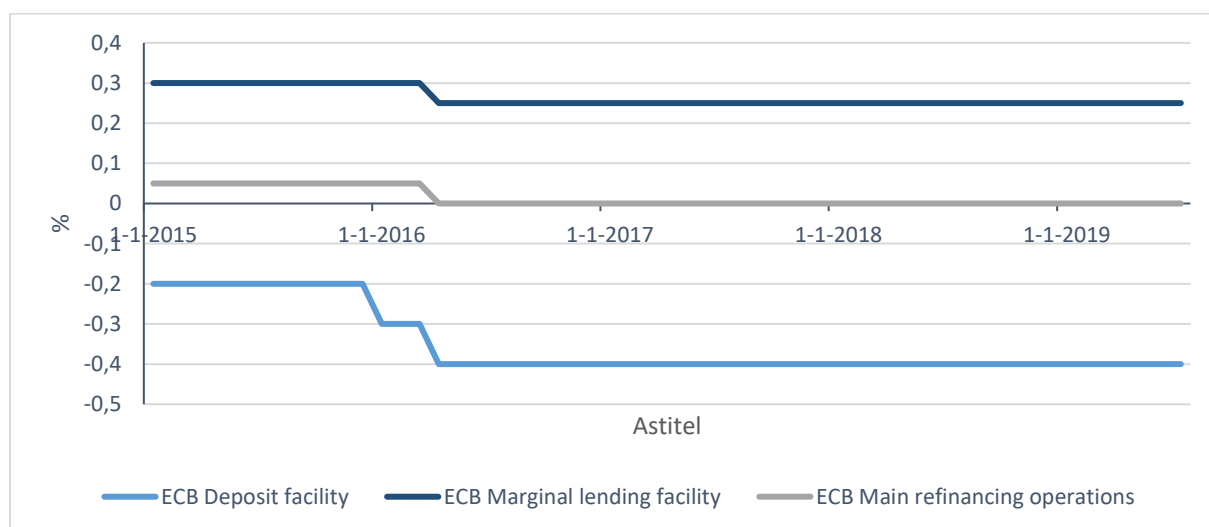


Bron: CPB, maart 2019

²⁰ <https://www.cpb.nl/publicatie/middellangetermijnverkenning-2018-2021>

Vanaf 1 januari 2015 zijn de verschillende beleidsrentes²¹ die door de ECB worden vastgesteld vrijwel ongewijzigd gebleven. De laatste veranderingen hierin hebben plaatsgevonden op 16 maart 2016. Figuur 2 hierna brengt dit in beeld. De middelste lijn geeft de 'main refinancing operations rate' aan, de rente waarop financiële instellingen bij de ECB kunnen herfinancieren (0,00%). Daaromheen zijn de rentes zichtbaar die een corridor of bandbreedte vormen, om deze belangrijke herfinancieringsrente heen. Dit zijn aan de bovenzijde de 'marginal lending facility' (0,25%) waartegen de ECB bereid is geld uit te lenen aan financiële instellingen en aan de onderzijde de 'deposit facility' met de rente (- 0,40%) die ECB zal vergoeden op saldi gestald bij de ECB door deze zelfde financiële instellingen. Deze beleidsrentes zijn belangrijke instrumenten voor de ECB om haar doelstelling te bereiken, te weten een inflatiecijfer van minder dan, maar dichtbij, 2% op de middellange termijn.

Figuur 2: Beleidsrentes ECB.



Bron: ECB

Een ander belangrijk element uit het beleid dat door de ECB de afgelopen jaren is gevoerd, is de uitvoering van de verschillende 'opkoopprogramma's'²². De belangrijkste hiervan is het PSPP (Public Sector Purchase Programme), waarmee in maart 2015 een start is gemaakt. Doel hiervan is het beschikbaar stellen van liquiditeiten aan de markt door het opkopen van met name staatsobligaties van landen uit de eurozone. Het totaal bedrag dat in het PSPP door de ECB is opgekocht bedraagt per eind december 2018 € 2.171.277 miljoen²³. Op datzelfde moment kwam het Nederlandse aandeel hierin uit op € 115.183 miljoen (5.3%). Sinds december 2018 is de ECB gestopt met netto aankopen onder het APP²⁴ (Asset Purchase Programme), vanaf dat moment zal het bedrag dus niet meer aangroeien; wel zullen alle leningen die vervallen opnieuw geïnvesteerd worden.

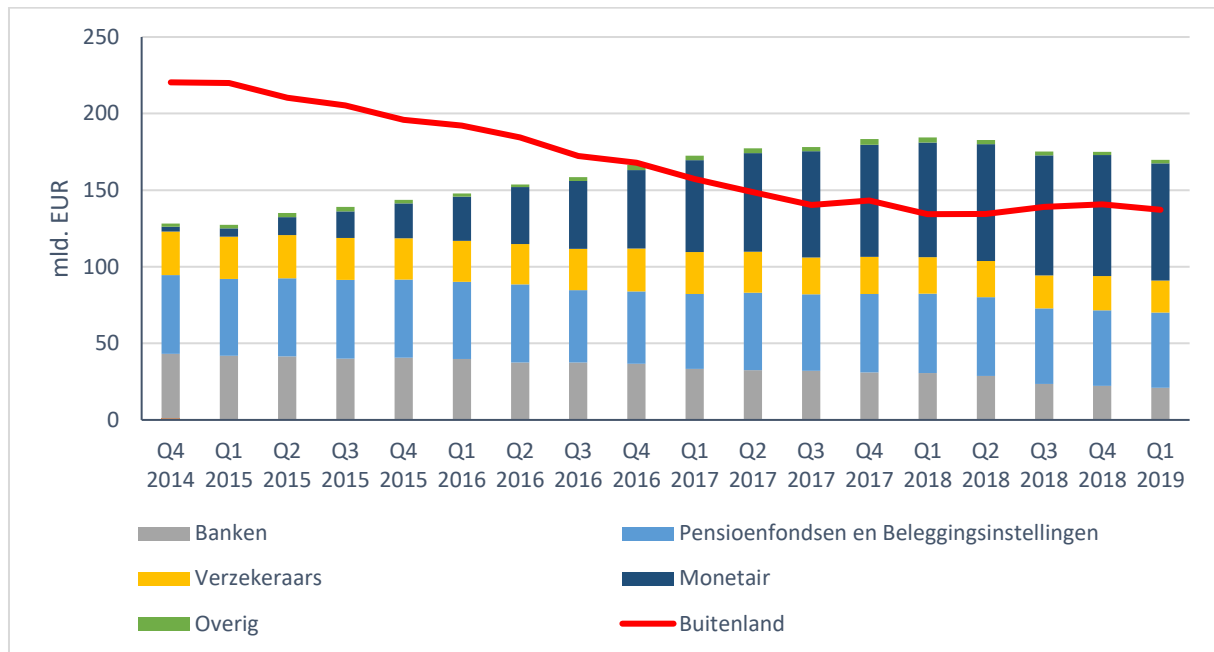
²¹ 'Deposit facility', 'Marginal lending facility' en de 'Main refinancing operations'

²² Zie voor een toelichting over het opkoopprogramma Kamerstukken II 2018-2019, 23 501-07, nr. 1479.

²³ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html#pspp>

²⁴ APP staat voor Asset Purchase Programme, en betreft het geheel aan opkoopprogramma's van de ECB (zowel van obligaties uit de publieke sector als uit de private sector).

Figuur 3: Houderschapsdata Nederlandse staatsleningen door Nederlandse partijen (uitgesplitst) en buitenlandse partijen (geen uitsplitsing beschikbaar), t/m Q1 2019.



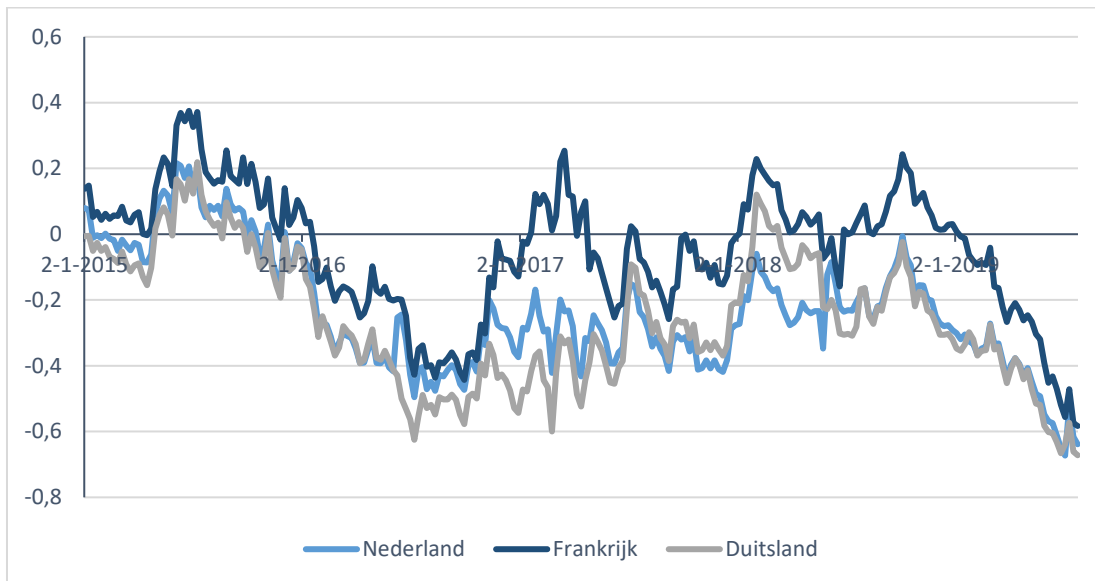
Bron: Agenschap van de Generale Thesaurie, Ministerie van Financiën; DNB

Bovenstaande figuur 3 geeft de opbouw weer van de totaal gecumuleerde volumes per type investeerder. Hierbij is duidelijk het stijgende aandeel te zien van DNB (Monetair), als gevolg van de aankopen gedaan uit hoofde van het PSPP. In het laatste kwartaal van 2018 is het aandeel van de Nederlandse staatspapier in bezit van DNB exact 25%. Het aandeel Nederlandse schuld in handen van buitenlandse investeerders is als gevolg van de aankopen door DNB gedaald van ongeveer 60% naar 40%. De aankopen door DNB hebben een directe impact op de zogenaamde 'free-float', ofwel dat gedeelte van de staatsleningen dat in principe beschikbaar is voor vrije handel. Desalniettemin lijkt Nederlands schuld papier vooralsnog voldoende liquide, zoals ook blijkt uit paragraaf 4.1.2..

De rente is het afgelopen decennium continu gedaald. Dit is een wereldwijd fenomeen. Hoewel tal van factoren een rol spelen (globalisering, geringer groeipotentieel, lagere inflatie, vergrijzing²⁵) heeft in Europa ook het verruimende beleid van de ECB en verwachtingen daaromtrent bijgedragen aan dalende rentes. Ook in Nederland is dit het geval. Zoals figuur 4 hieronder laat zien, is de Nederlandse 5-jaars rente sinds begin 2016 structureel negatief en lijkt de volatiliteit in recente jaren toegenomen. 10-jaars schuld papier laat een soortgelijke trend zien, zij het met hoofdzakelijk positieve rentes.

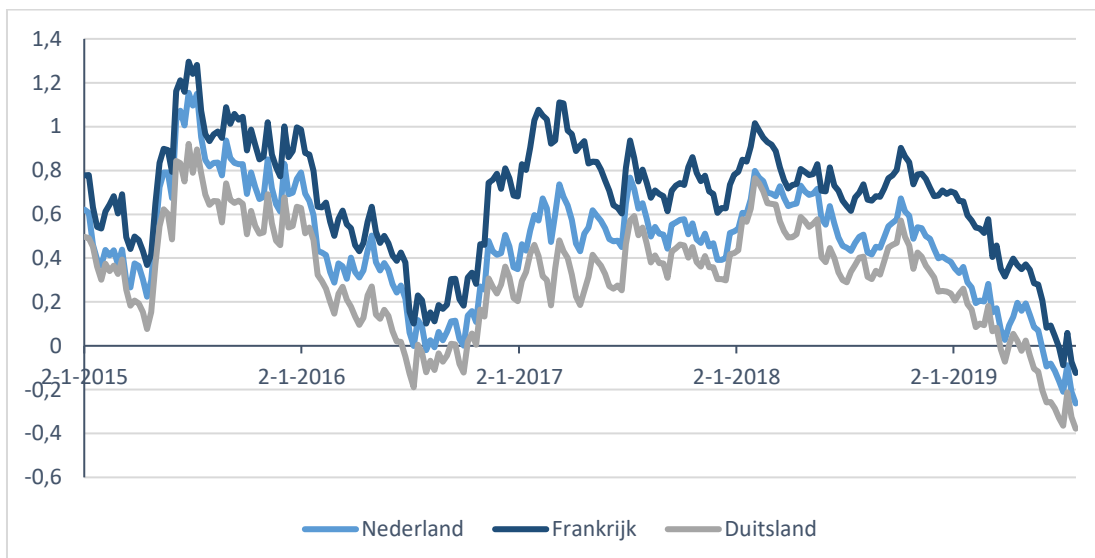
²⁵ Zie bijv. CPB, Risicorapportage financiële markten – 2019, juni 2019 (www.cpb.nl)

Figuur 4: Ontwikkeling van de rente op de 5-jaars DSL.



Bron: Agenschap van de Generale Thesaurie, Ministerie van Financiën, op basis van Bloomberg data

Figuur 5: Ontwikkeling van de rente op de 10-jaars DSL.



Bron: Agenschap van de Generale Thesaurie, Ministerie van Financiën, op basis van Bloomberg data

2.6 Samenvatting

In de jaarlijkse 'Outlook' in december van een kalenderjaar, presenteert het Agenschap de financieringsbehoefte voor het volgende jaar, hoe deze behoefte wordt verdeeld over geldmarkt en kapitaalmarkt en welke instrumenten worden ingezet. Op de kapitaalmarkt gebruikt het Agenschap DSL's (*Dutch State Loans*, staatsobligaties), die worden geveild via DDA's (*Dutch Direct Auction*) en toonbankveilingen. Op de geldmarkt gebruikt het Agenschap instrumenten met looptijden variërend van één dag tot 12 maanden. Gebruikte instrumenten zijn DTC's (*Dutch Treasury Certificates*, schatkistpapier), CP (*Commercial Paper*) in Euro's of Dollars, deposito's en (*reverse*) repo's (*repurchase agreements*).

Schommelingen in de financieringsbehoefte worden in beginsel opgevangen op de geldmarkt. Ook kan het Agentschap pieken in dagelijkse financieringsbehoefte mitigeren door de inkoop van DSL's met een resterende looptijd van 24 maanden of minder. Het Agentschap kan onder voorwaarden overtollige liquide middelen op de depositorekening plaatsen bij DNB, bijvoorbeeld wanneer het Agentschap tijdelijk een positieve kaspositie heeft of wanneer het Agentschap een positief saldo wenst op te bouwen in aanloop naar omvangrijke aflossingen en couponbetalingen.

Het Agentschap gebruikt valutaswaps om valutarisico af te dekken en renteswaps om de looptijd van de schuldportefeuille, en daarmee het renterisico, bij te sturen.

Voor de distributie en promotie van DSL's, DTC's en CP maakt Agentschap gebruik van *Primary Dealers* (PD's). PD's worden ook ingezet om het Agentschap te adviseren bij de uitgifte van nieuwe DSL's. De PD's – zijnde financiële instellingen uit binnen- en buitenland - worden jaarlijks geselecteerd en gecontracteerd. Zij ontvangen een vergoeding voor hun prestaties.

De jaarlijkse financieringsbehoefte voor het Agentschap bestaat uit aflossingen van bestaande leningen en het verwachte kassaldo in de begroting, i.c.m. de uitstaande geldmarkt. Over de periode 2016-2018 is schulduitgifte gedaald, wat vooral het gevolg is geweest van een verbetering van het kassaldo in deze jaren. Ook is in de periode 2016-2018 de financieringsbehoefte in elk jaar telkens lager uitgekomen dan initieel geschat in het financieringsplan voor het desbetreffende jaar. Dit is het gevolg van economische omstandigheden die gunstiger waren dan verwacht, met hogere belastinginkomsten tot gevolg, en lagere overheidsbestedingen. Deze neerwaartse bijstelling van de financieringsbehoefte gedurende de kalenderjaren is opgevangen op de geldmarkt.

Ook de (EMU-saldo relevante) rentelasten staatsschuld zijn afgenomen in de periode 2016-2018, als gevolg van de dalende schuld én de zeer lage rentes. Met de voortijdige beëindiging van langlopende *receiverswaps*, heeft het Agentschap in 2016-2018 (niet EMU-saldo relevante) toekomstige rentebaten van in totaal € 10,2 miljard naar voren gehaald en eerder gerealiseerd. In de periode 2016-2018 zijn ook DSL's ingekocht (oftewel voortijdig afgelost) ter waarde van in totaal €17,3 miljard, wat leidde tot uitgaven in deze periode van in totaal €407 miljoen. Tegenover deze uitgaven staan lagere rentelasten in de jaren tot en met de oorspronkelijke aflossingsdatum, omdat op de ingekochte DSL's geen rente meer wordt betaald. De overige kosten van het Agentschap bestaan voor het grootste deel uit provisiekosten voor de PD's en overheadkosten zoals personeel, ICT en materieel. In de jaren 2016, 2017, 2018, bedroegen de overheadkosten €4,2 miljoen, €4,6 miljoen respectievelijk €5,2 miljoen.

De onderhavige beleidsperiode kenmerkte zich door een sterke Nederlandse economie, met een groei boven of rond de potentiële groei en een dalende werkloosheid. De EMU-schuld is in 2017 weer onder 60% van het BBP uitgekomen en sindsdien verder afgenomen tot 52,4% in 2018. Het EMU-saldo is gestegen naar 1,4% in 2018. De beleidsrentes van de ECB zijn sinds maart 2016 ongewijzigd en zijn met tarieven tussen -0,40% en 0,25% nog steeds historisch laag (stand medio juni). Het opkoopprogramma van de ECB in het kader van het verruimende beleid heeft bijgedragen aan dalende rentes op Nederlands schuld papier.

3 Risicobeleid 2016-2019

Dit hoofdstuk begint met een overzicht van de belangrijkste risico's waarmee het Agentschap wordt geconfronteerd en hoe deze worden beheerst of gemitigeerd. Vervolgens wordt het risicobeleid voor de periode 2016-2019 beschreven, dat eind 2015 is vastgesteld op basis van de beleidsdoorlichting 2015 en dat het onderwerp vormt van deze beleidsdoorlichting. Dit risicobeleid rust op twee belangrijke pijlers die in dit hoofdstuk aan bod komen: (i) het financieringsbeleid; en (ii) het renterisicokader, die aan bod komen in paragrafen 3.2 en 3.3. Bij de beschrijving van deze twee pijlers worden ook de uitgangspunten geschetst waarop dit beleid is gebaseerd.²⁶

3.1 Het risicolandschap

Zoals beschreven in paragraaf 1.1 wordt in de doelstelling van artikel 11 gesproken over 'risico voor de begroting'. Dit refereert aan de mate waarin de (rente)kosten onverwacht stijgen en daarmee nadelig gevolgen hebben op de begroting. Aan dit risico liggen verschillende typen risico's ten grondslag. In de eerder genoemde richtlijnen van het IMF en de Wereldbank worden de volgende risico's als belangrijkste aangeduid: marktrisico (waaronder renterisico en valutarisico), (her)financieringsrisico, liquiditeitsrisico, kredietrisico, settlementrisico en operationeel risico. De mate waarin een schuldmanager deze risico's mitigeert hangt af van de risicopreferentie. In deze paragraaf wordt elk van de genoemde risico's toegelicht en de wijze waarop daar binnen het Agentschap mee wordt omgegaan.

Marktrisico: renterisico

Marktrisico is het risico dat de kosten van schuldmanagement toenemen als gevolg van ontwikkelingen in de markt, zoals schommelingen in de rente en wisselkoersen. Binnen het marktrisico worden renterisico en valutarisico onderscheiden. Het valutarisico komt in de volgende paragraaf aan bod. Het renterisico heeft betrekking op het risico dat de rentelasten op de staatsschuld stijgen door veranderingen in de rente. Gemiddeld genomen geldt dat hoe langer de looptijd van het financieringsinstrument, hoe lager het risico voor de begroting. Immers, bij gemiddeld langere financiering is het gedeelte van de staatsschuld dat jaarlijks opnieuw gefinancierd moet worden, en waarvoor dus de rente opnieuw moet worden vastgesteld, lager. Hierdoor werken tegenvallende renteontwikkelingen minder snel door in de rentelasten. Echter, hoe langer de looptijd van een financieringsinstrument, hoe hoger over het algemeen de rentekosten zijn. Een langere uitgifte kent immers een hogere rente dan een kortere uitgifte, omdat investeerders over het algemeen een hogere vergoeding vragen om geld langer uit te lenen. Daarom is er bij schuldfinanciering steeds sprake van een afweging tussen kosten en risico. Het renterisicokader dat steeds voor vier jaar wordt vastgezet is feitelijk een vastlegging van de op dat moment optimaal geachte balans. In paragraaf 3.3 wordt uitgebreid ingegaan op het renterisicokader voor de periode 2016-2019.

Marktrisico: valutarisico

Valutarisico is het risico dat de rentelasten toenemen als gevolg van ongunstige ontwikkelingen in wisselkoersen. Het Agentschap heeft ook te maken met wisselkoersen. Immers, naast uitgiftes in euro geeft het Agentschap ook (beperkt) uit in vreemde valuta. Dit gebeurt op de geldmarkt voor korte looptijden, voornamelijk in Commercial Paper (CP), waarbij Amerikaanse dollars, Britse ponden, Noorse kronen en Zwitserse francs mogelijk zijn. Ook trekt het Agentschap deposito's in USD aan. Dergelijke geldmarktinstrumenten zijn waardevolle aanvullingen op de reguliere instrumenten in euro's omdat het leidt tot een bredere groep tegenpartijen en investeerders, het bijdraagt aan de diversificatie van instrumenten (en derhalve solidere markttoegang), en bijdraagt aan lagere kosten.

²⁶ Deze uitgangspunten vormen in feite de beleidstheorie die ten grondslag ligt aan het beleid van het Agentschap.

Daarnaast heeft het Agentschap in 2012 twee keer een obligatie uitgegeven in Amerikaanse dollars. Alle uitgiftes in vreemde valuta worden met een valutaswap (zie paragraaf 2.1) naar euro omgezet, zodat bij het aangaan van de transactie de financieringslasten in euro vastliggen en het Agentschap gevrijwaard blijft van valutarisico.

(Her)financieringsrisico

Voor partijen met een minder stabiele toegang tot kapitaalmarkten kan het zijn dat schulden niet of slechts tegen prohibitief hoge kosten en/of zeer korte looptijden kunnen worden geherfinancierd. Wanneer dit tot gevolg heeft dat een land niet langer aan zijn verplichtingen kan voldoen, is sprake van een schuldencrisis. Voor landen met een stabiele toegang tot de financiële markten – zoals Nederland – duidt dit begrip vooral op het risico dat de schuld geherfinancierd moet worden tegen een hogere rente en komt daarmee feitelijk neer op renterisico. De stabiele toegang – en de daarbij horende relatief lage en stabiele rentes – beoogt het Agentschap te handhaven door bij het financieringsbeleid uit te gaan van drie kernwaardes: transparantie, consistentie en verhandelbaarheid (liquiditeit). Hierop wordt uitgebreider ingegaan in paragraaf 3.2.1.

Liquiditeitsrisico

Liquiditeitsrisico is het risico dat door (onverwachte) kasuitgaven in een relatief kort tijdsbestek veel geld moet worden geleend, met mogelijke gevolgen voor de hoogte van de rente en andere leenvoorwaarden. Net als het (her)financieringsrisico wordt ook dit risico met het financieringsbeleid (paragraaf 3.2) beheerst. Het cashmanagement (paragraaf 2.1) en de bufferfunctie van de geldmarkt spelen hierin ook een belangrijke rol.

Kredietrisico

Kredietrisico is het risico dat ontstaat als een tegenpartij zijn betaalverplichtingen niet nakomt. Het Agentschap staat bloot aan kredietrisico wanneer het overtollige gelden tijdelijk uitzet bij marktpartijen. Om dit risico te minimaliseren worden strenge eisen gesteld aan de kredietwaardigheid (de *rating*) van deze partijen. Marktpartijen moeten voldoen aan minimale ratingeisen. Ook hanteert het Agentschap limieten voor de omvang van de bedragen die het uitzet bij bepaalde partijen, gebaseerd op de omvang van het eigen vermogen van partijen. Daarnaast wordt het kredietrisico beperkt door slechts voor korte periodes (veelal één dag) uit te zetten. Bij voorkeur wordt gebruik gemaakt van *reverse repo* transacties (gedekte deposito's), waarbij onderpand in de vorm van veelal staatsobligaties bij het Agentschap wordt gestort (zie paragraaf 2.1). Dergelijke transacties mogen vanwege het geringere risico ook langere looptijden hebben, terwijl een looptijd van 1 dag ('*overnight*') voor ongedekte deposito's gebruikelijk is. Mocht de tegenpartij, om welke reden dan ook, niet aan zijn verplichtingen kunnen voldoen, dan kan het Agentschap dit onderpand te gelde maken. De kredietcrisis heeft geleid tot een verdere aanscherping van de regels. Zo mag bij de meeste tegenpartijen nog maar maximaal voor één dag ongedekt geld worden uitgezet. Ook kan het Agentschap, meer dan in het verleden, onder bepaalde voorwaarden overtollige middelen uitzetten bij DNB.

Ook bij rente- en valutaswaps loopt het Agentschap kredietrisico. Om dit kredietrisico te mitigeren kunnen alleen swaps afgesloten worden met zeer kredietwaardige partijen waarmee een ISDA-overeenkomst (*International Swap & Derivatives Association*) inclusief CSA (*Credit Support Annex*) is afgesloten. In deze CSA is voorzien dat de tegenpartijen van de swaps onderpand (contanten of overheidspapier) moeten storten wanneer de swapportefeuille een voor de Staat positieve

marktwaarde heeft²⁷. De omvang van het vereiste onderpand wordt bepaald op basis van dagelijkse waardering van de swaps²⁸. Het kredietrisico in verband met swaps wordt, net als bij de gelduitzettingen, ook beperkt door limieten te stellen aan de omvang van de swaps die het Agentschap afsluit met individuele tegenpartijen; op die manier wordt concentratierisico beperkt. Tegenpartijen die met hun *rating* onder een bepaald niveau zakken zijn verplicht additioneel onderpand te storten, de zogenaamde '*independent amount*'. Wanneer de *rating* verder daalt heeft het Agentschap de mogelijkheid om de portefeuille af te wikkelen tegen de dan geldende marktwaarde. Deze maatregelen beogen met name de zogenaamde 'staartrisiko's' te mitigeren waarin in het onwaarschijnlijke geval dat een tegenpartij niet langer aan zijn verplichtingen kan voldoen, het Agentschap verliezen op die tegenpartij beperkt houdt.

Settlementrisico

Settlementrisico is een vorm van kredietrisico dat bijvoorbeeld optreedt in de periode tussen de toewijzing van obligaties en schatkistpapier aan tegenpartijen en het moment waarop betaling en levering van de stukken plaatsvindt ('*clearing*' en '*settlement*'). Dit risico wordt voorkomen door alleen stukken te leveren via het zogeheten '*payment versus delivery*' principe. De overdracht van geld en stukken vindt plaats via een *clearing house* waarbij de overdracht niet doorgaat als een van beide niet geleverd is. Een andere vorm van settlementrisico is wanneer een tegenpartij bijvoorbeeld een depositotransactie niet of niet tijdig afwikkelt waardoor de kaspositie bij het Agentschap afwijkt van de prognose en mogelijk additionele (last-minute) transacties nodig zijn, of wanneer een tegenpartij onderpand bij bijvoorbeeld een repotransactie niet op het afgesproken moment terug levert. Deze vorm van settlementrisico is een bijzonder vorm van operationeel risico.

Operationeel risico

Dit begrip omvat o.a. de risico's die ontstaan als fouten worden gemaakt bij het aangaan van transacties of als de interne controlesystemen (zoals ICT) falen. Ook reputatieschade, juridische risico's, inbreuken op de veiligheid en (natuur)rampen die invloed hebben op de activiteiten van een schuldmanager vallen onder deze noemer. Dit risico wordt beheerst door de structuur van de organisatie (functiescheiding) en interne controlemaatregelen, zowel binnen het Agentschap als binnen het ministerie van Financiën.

²⁷ De CSA, die de Nederlandse Staat met zijn tegenpartijen is overeengekomen, vereist niet dat de Staat onderpand stort bij tegenpartijen.

²⁸ Het Agentschap heeft besloten om in de toekomst zijn derivatencontracten via een centrale tegenpartij (CCP – *central counterparty*) af te wikkelen, te weten Eurex. Een CCP is een juridische entiteit die zich bij een bilaterale transactie tussen beide partijen plaatst en daardoor voor beide partijen de tegenpartij wordt. Hierdoor wordt het kredietrisico verschoven naar de CCP. De CCP zal daarom beide partijen, ook het Agentschap, vragen onderpand te storten in verband met de swaptransacties die via de CCP lopen.

Kader 4: Nederlandse Staat vs Deutsche Bank AG

Nederlandse Staat vs Deutsche Bank AG

In 2017 is de Nederlandse staat een juridische procedure gestart tegen Deutsche Bank AG (DB)* om duidelijkheid te verkrijgen over de uitleg van het *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) contract, dat afspraken bevat over derivaten**. De aanleiding voor deze procedure was een verschil van mening over de negatieve rentevergoeding over onderpand dat DB in contanten stort bij de Nederlandse staat. Op het ISDA-contract is Engels recht van toepassing en om die reden was de procedure aanhangig gemaakt bij de Engelse rechter (*Commercial Court*). De rechter stelde de staat in eerste aanleg in het ongelijk, waartegen de staat in hoger beroep is gegaan bij het Engelse Hof van Beroep (*Court of Appeal*)***. Op 2 mei 2019 heeft het Engelse Hof van Beroep uitspraak gedaan en is de staat nogmaals in het ongelijk gesteld. Naar aanleiding van deze uitspraak heeft de minister van Financiën juridisch advies ingewonnen over de slagingskansen voor een verder hoger beroep. Daaruit bleek dat die beperkt zijn en daarom heeft de minister van Financiën besloten geen nader hoger beroep in te stellen.

* *Deutsche Bank was tot voor kort een Primary Dealer voor het Agentschap.*

** *Kamerstuk, 2016/2017, 34550-IX nr 30*

*** *Kamerstuk, 2017/2018, 34775-IX nr 29*

**** *Kamerstuk, 2018/2019, 35000-IX, nr 24*

3.2 Het financieringsbeleid 2016-2019

Het financieringsbeleid is, zoals al eerder vermeld, één van de twee pijlers van het risicobeleid van het Agentschap voor de financiering van de staatsschuld, en dient er vooral toe het (her)financieringsrisico en het liquiditeitsrisico te beheersen en mitigeren. Het financieringsbeleid voor de periode 2016-2019 wordt in deze paragraaf beschreven. Aspecten die aan bod komen zijn de kernwaarden van het financieringsbeleid, flexibiliteit binnen het financieringsbeleid en uitgiften op de kapitaal- en geldmarkt.

3.2.1 Kernwaarden: consistentie, transparantie en liquiditeit

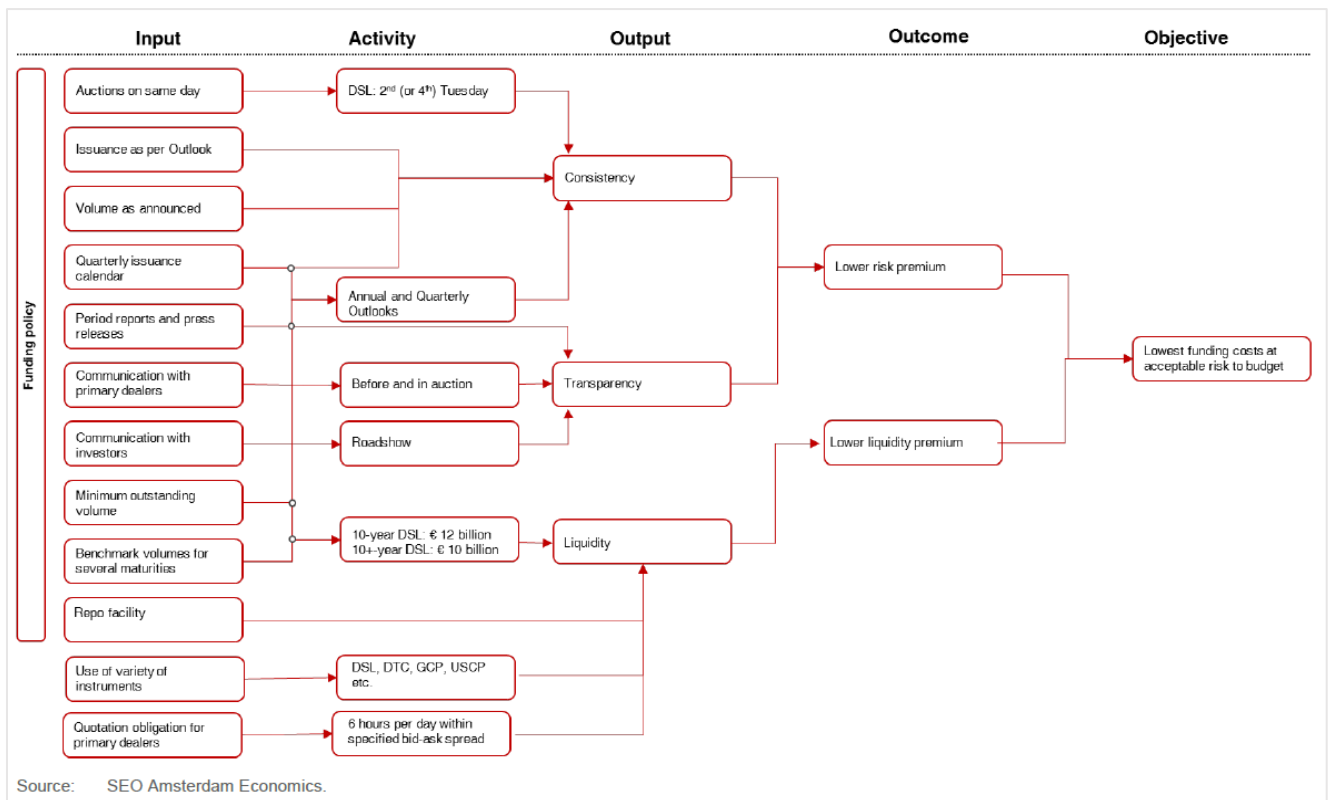
Het financieringsbeleid bestaat uit alle regels en randvoorwaarden die het Agentschap hanteert bij het gebruik van financiële instrumenten voor het financieren van de staatsschuld. Zo valt niet alleen de keuze voor de schuldinstrumenten en de looptijd hieronder, maar bijvoorbeeld ook de communicatie naar investeerders. Drie kernwaarden staan centraal in het financieringsbeleid. Deze kernwaarden zijn gebaseerd op de richtlijnen van het IMF en Wereldbank en dienen ertoe bij te dragen aan lagere financieringskosten tegen acceptabel risico voor de Nederlandse Staat. Deze kernwaarden zijn:

- **Consistentie.** Het Agentschap beoogt voorspelbaar en betrouwbaar te zijn in zijn uitgiften. Een voorbeeld hiervan is dat het Agentschap jaarlijks een DSL uit geeft met een looptijd van 10 jaar. Ook hanteert het Agentschap vaste uitgiftedata voor DTC's en voor toonbankveilingen van DSL's;
- **Transparantie.** Het Agentschap is naar marktpartijen duidelijk en open over bijvoorbeeld (veranderingen in) de financieringsbehoefte en de schulduitgiften die het van plan is te doen. Tijdens het jaarlijkse Outlook-event wordt bijvoorbeeld aangekondigd wat de financieringsbehoefte voor het komende jaar is en wat de verdeling tussen de geld- en kapitaalmarktfinanciering zal zijn. Gedurende het jaar worden de details van te veilen leningen ruim op tijd aangekondigd, via persberichten en de website van het Agentschap.
- **Liquiditeit.** Het Agentschap streeft naar een hoge mate van liquiditeit oftewel verhandelbaarheid van zijn uitgegeven instrumenten, zodat Nederlandse staatsobligaties aantrekkelijk zijn voor nationale en internationale investeerders. Hier wordt onder meer voor gezorgd door voor iedere DSL een bepaald uitstaand volume na te streven (voor de 10-jaars lening is dit circa € 12 miljard) en de quoteringsverplichting voor de *Primary Dealers*. De eerste zorgt ervoor dat er voor de komende 10 jaar in ieder jaar in ieder geval € 12 miljard aan DSL's uitstaat. De quoteringsverplichting zorgt ervoor dat er elke dag in DSL's gehandeld kan worden, omdat de *Primary Dealers* verplicht zijn een bied en laat prijs voor DSL's aan te bieden. Het uitstaande

volume en de quoteringsverplichting helpen de totstandkoming van de ‘markt’ voor DSL’s, waardoor investeerders weten dat ze de DSL’s die bezitten ook weer eenvoudig kunnen verkopen. Hierdoor zijn investeerders eerder geneigd in te stappen.

Het financieringsbeleid van het Agentschap wordt door SEO schematisch weergegeven in figuur 6. Hierin zijn de activiteiten (‘input’) van het Agentschap opgenomen die gezamenlijk voor een consistent en transparant financieringsbeleid zouden moeten zorgen en een hoge liquiditeit in de uitgegeven instrumenten. SEO beargumenteert dat indien deze ‘output’ wordt bereikt, de uitkomst is dat het Agentschap een lagere risico- en liquiditeitspremie over zijn uitgiftes betaalt. Met deze premie wordt bedoeld dat investeerders een hoger rendement vereisen als obligaties meer risicovol worden gezien en/of niet goed verhandelbaar zijn. Het financieringsbeleid beoogt deze premies te minimaliseren en daardoor bij te dragen aan lagere financieringskosten tegen acceptabel risico voor de begroting. In paragraaf 4.1 wordt besproken in hoeverre deze doelstelling is behaald.

Figuur 7: Schematische weergave financieringsbeleid.



3.2.2 Flexibiliteit binnen het financieringsbeleid

Binnen de kernwaarden probeert het Agentschap zo flexibel mogelijk te zijn in zijn uitgiftes, om bijvoorbeeld veranderingen in de financieringsbehoefte gedurende het jaar op te vangen. Zo wordt met ingang van 2016 voor zowel de geld- als kapitaalmarkt een bandbreedte gecommuniceerd in het financieringsplan. Zoals eerder beschreven in paragraaf 2.1 vormt de bandbreedte voor de kapitaalmarkt een harde commitment voor het Agentschap, terwijl de bandbreedte voor de geldmarkt eerder een indicatie is dan een commitment, aangezien de geldmarkt een bufferfunctie vervult om grote(re) veranderingen in de financieringsbehoefte op te vangen. Doordat de financieringsbehoefte in de afgelopen periode jaarlijks lager uitviel dan voorzien in de financieringsplannen, heeft dit erin geresulteerd dat de kapitaalmarktuitgiftes vaak aan de onderkant van de vooraf gecommuniceerde bandbreedte zijn uitgevallen. De geldmarkt aan het einde van het jaar heeft het grootste deel van de lagere financieringsbehoefte opgevangen. Daardoor is de omvang van de geldmarkt in de afgelopen

jaren onder de vooraf gecommuniceerde bandbreedte uitgekomen. Het is dus mogelijk geweest om de schommelingen in de financieringsbehoefte als gevolg van mee- dan wel tegenvallers op te vangen op de geldmarkt.

Een ander voorbeeld van flexibiliteit in uitgiftes tijdens de afgelopen beleidsperiode is de verlaging van het gecommiteerde uitgiftevolume van nieuwe leningen met looptijden tot en met 10 jaar van € 15 miljard naar € 12 miljard. Hiermee is in 2018 begonnen om meer ruimte vrij te spelen voor overige uitgiftes aangezien de financieringsbehoefte de afgelopen jaren is teruggelopen.

Flexibiliteit kan op gespannen voet staan met consistentie, een van de kernwaardes van het financieringsbeleid. SEO heeft de invloed van meer flexibiliteit op de kernwaardes onderzocht. De bevindingen hierover worden besproken in paragraaf 4.1.1.2.. In zijn algemeenheid kan gesteld worden dat er beperkt ruimte is voor het Agentschap om flexibel te zijn in zijn uitgiftes zonder in te leveren op consistentie, transparantie en het garanderen van liquiditeit. Deze ruimte is vooral beperkt in het geval van een teruglopende financieringsbehoefte aangezien er dan nog vaker keuzes dienen te worden gemaakt welke instrumenten worden ingezet.

3.2.3 Kapitaalmarktuitgiftes onder het financieringsbeleid

Zoals eerder vermeld geeft het Agentschap ieder jaar een nieuwe 10-jaarslening uit; zo ook in de jaren 2016-2019. De *Primary Dealers* en andere marktparticipanten hechten veel waarde aan deze 10-jaars lening. Deze jaarlijkse nieuwe uitgifte kan daarom worden gezien als de hoeksteen van het financieringsbeleid. De jaarlijkse uitgifte van een 10-jaars DSL draagt ook bij aan het opbouwen en in stand houden van een rentecurve met een looptijd tot en met 10 jaar.

Tabel 5: Uitgiftes nieuwe DSL's 2016-2019.

Initiële Uitgifte	Lening	Looptijd (jaren)
22 maart 2016	DSL 0,5% 15 juli 2026	10
7 juni 2016	DSL 0 % 15 januari 2022	5
7 februari 2017	DSL 0,75% 15 juli 2027	10
11 oktober 2017	DSL 0 % 15 Januari 2024	7
13 maart 2018	DSL 0.75% 15 Juli 2028	10
12 februari 2019	DSL 0,25% 15 juli 2029	10
21 mei 2019	DSL 0,50% % 15 januari 2040	20

In tabel 4 zijn de uitgiftes van nieuwe DSL's in de periode 2016-2019 weergegeven. Naast ieder jaar de 10-jaars DSL, hebben drie nieuwe uitgiftes in andere looptijden plaatsgevonden op de kapitaalmarkt om liquiditeit over de gehele rentecurve zo veel mogelijk te stimuleren:

- 5-jaars lening: in 2016 heeft de lancering van een 5-jaars DSL plaatsgevonden. Gekozen werd voor deze looptijd omdat op dat moment veel vraag in de markt bestond naar een 5-jaars lening (meer dan naar een 3-jaars lening die in de jaren ervoor ieder jaar werd uitgegeven). Daarnaast paste een 5-jaarslening beter bij de doelstelling om de gemiddelde looptijd van de schuldportefeuille te verlengen, dan een 3-jaars lening (zie paragraaf 3.3).
- 7-jaars lening: in 2017 is een 7-jaars DSL gelanceerd. Er was een aantal redenen om voor deze looptijd te kiezen: op de eerste plaats het spreiden van de aflossingen en financieringsbehoefte. Deze 7-jaars lening zal in 2024 moeten worden afgelost, waardoor de financieringsbehoefte in dat jaar toeneemt. In 2024 stond op dat moment alleen de aflossing van een 10-jaars lening gepland, terwijl in veel andere nabij gelegen jaren meer aflossingen voorzien zijn. Ten tweede paste deze uitgifte goed binnen de doelstelling van het renterisicokader om de looptijd van de portefeuille te verlengen, omdat een looptijd van 7 jaar

wat langer was dan de gebruikelijk 3- of 5-jaarsleningen van de jaren ervoor. Tot slot bood het uitgeven van alleen een nieuwe 10- en 7-jaarslening in 2017 (en niet daarnaast ook nog een 3-jaarslening) de mogelijkheid om de resterende ruimte voor kapitaalmarktuitgiften te gebruiken voor toonbankveilingen van eerder uitgegeven DSL's met een looptijd langer dan 10 jaar om liquiditeit 'op het lange einde van de curve' te stimuleren.

- 20-jaars lening: in 2019 is ook een 20-jaars DSL uitgegeven, in de vorm van een groene obligatie. Deze looptijd van 20 jaar past bij het streven om eens in de vier tot vijf jaar een lange lening uit te geven, om de curve 'op het lange eind' te ondersteunen.

Naast het uitgeven van nieuwe leningen kunnen ook bestaande leningen worden heropend, door middel van eerder genoemde toonbankveilingen. Met heropeningen van bestaande DSL's kan de liquiditeit van DSL's met specifieke looptijden op de rentecurve worden vergroot, omdat het uitstaande volume van de desbetreffende DSL stijgt. In tabel 5 is een overzicht gegeven welke -toonbankveilingen hebben plaatsgevonden in de periode 2016-2019. Het betreft hier DSL's die reeds waren uitgegeven voorafgaand aan 2016²⁹.

Tabel 6: Heropening van bestaande DSL's, uitgegeven voor 2016.

DSL (loopt af in)	2016	2017	2018	2019
2023				x
2033	X	x		
2037	X		x	
2042			x	
2047	x	x	x	

3.2.4 Geldmarktuitgiften onder het financieringsbeleid

Schatkistpapier, oftewel Dutch Treasury Certificates (DTC's), vormt een belangrijk onderdeel van de totale geldmarktfinanciering van het Agentschap. Zoals in paragraaf 2.1 beschreven staat, worden DTC's conform een uitgiftekalender geveild op de eerste en derde maandag van de maand. Per veilingdatum worden er maximaal twee programma's geveild. Omdat de geldmarkt voor de Nederlandse staat als buffer dient, heeft een teruglopende financieringsbehoefte in de periode 2016-2019 ertoe geleid dat de totale grootte van de benodigde geldmarktfinanciering is afgenomen. Dit heeft gevolgen gehad voor het DTC programma. Zo is het geveilde volume in de afgelopen jaren gestaag gedaald. Waar in 2016 nog ruim € 53 miljard aan DTC's werd geplaatst, zal in 2019 naar schatting zo'n € 44 miljard aan schatkistpapier worden geveild. Ook het aantal veilingen is in deze periode flink afgenomen, van 46 in 2016 naar een verwacht aantal veilingen van 33 in 2019.

Na uitgifte van DSL's en DTC's heeft het Agentschap in de regel te maken met een restsaldo (kastekort of -overschot) dat gefinancierd dan wel uitgeleend dient te worden. Zoals beschreven in paragraaf 2.1, beschikt het Agentschap hiervoor over verschillende geldmarktinstrumenten. Op DTC's na, die volgens een vooraf gecommuniceerde uitgiftekalender worden uitgegeven, zijn geldmarktproducten relatief flexibel van aard. Zo kan het overige geldmarktinstrumentarium, bestaande uit onder andere commercial paper en deposito's, worden ingezet zonder rekening te houden met restricties omtrent looptijd, volume of uitgiftemoment. Inzet van deze producten gebeurt, binnen de mogelijkheden van het renterisicokader (zie hierna), hoofdzakelijk op basis van de verschillende rentetarieven waartegen financiering mogelijk is en het vermoedelijke beloop van het kassaldo. Hierbij wordt getracht zo goedkoop mogelijk geld aan te trekken dan wel uit te zetten, zonder daarbij significante overschotten

²⁹ Deze tabel bevat geen heropeningen van DSL's die in de periode 2016-2019 zijn uitgegeven.

respectievelijk tekorten te creëren gedurende de looptijd. In de praktijk betekent dit dat het overige geldmarktinstrumentarium (exclusief DTC's) voornamelijk ingezet wordt voor looptijden vanaf een dag tot maximaal een maand.

In de periode 2016-2019 is het saldo na DSL- en DTC-uitgiften hoofdzakelijk gefinancierd met behulp van commercial paper en deposito's. Commercial paper (CP) is in deze periode voornamelijk uitgegeven in USD (86%), gevolgd door EUR (13%). De gemiddelde gewogen looptijd bedroeg 12 dagen. Gebruik van CP door het Agentschap is de afgelopen jaren aanzienlijk toegenomen, van € 66 miljard in 2016 tot € 172 miljard in 2018. Totale uitgifte in 2019 bedraagt tot op heden bijna € 68 miljard. De toename in het gebruik van CP valt onder andere samen met de introductie van USCP in 2017. Dit instrument leent zich uitstekend voor zeer korte looptijden en is daarmee een goede aanvulling op ECP. Dat USCP gemiddeld zeer korte looptijden heeft verklaart grotendeels het grotere volume: er wordt immers frequenter geherfinancierd (doorgerold). Inmiddels bedraagt het aandeel USCP ongeveer de helft van het gehele CP programma. Daarnaast kunnen kortstondige tekorten momenteel relatief makkelijk worden weggezet bij DNB (zie paragraaf 2.1), waardoor CP effectiever kan worden ingezet om omliggende tekorten te financieren. Financiering met behulp van deposito's neemt sinds enige tijd af, van € 305 miljard in 2016 tot € 173 miljard in 2018, deels ten gunste van commercial paper. Wel is het Agentschap meer gebruik gaan maken van deposito's gedenomineerd in USD. Momenteel wordt 38% van het met deposito's geleende geld aangetrokken in USD, tegenover 3% in 2016. In de afgelopen jaren bedroeg de gemiddelde looptijd voor het uitzetten en aantrekken van geld met behulp van deposito's 2 tot 3 dagen.

Het Agentschap heeft de afgelopen jaren geprobeerd om meer flexibiliteit te introduceren bij DTC uitgiftes. Zo is omwille van een krappe financieringsbehoefte en verzoeken vanuit de markt besloten om in de jaren 2017 tot en met 2019 geen schatkistpapier meer uit te geven met als afloopdatum eind december. Deze wijziging van regulier beleid is van tevoren gecommuniceerd aan investeerders. Daarnaast is eind 2018 besloten om het DTC-programma lopend tot eind januari 2019 nogmaals te heropenen en daarbij af te wijken van de gebruikelijke uitgiftekalender. Dit besluit is genomen om tegemoet te komen aan een verhoogde financieringsbehoefte begin januari en om de markt van liquiditeit te voorzien. In de periode 2016-2019 is er op verzoek van investeerders tevens voor gekozen om de afloopdatum van sommige DTC-programma's enkele dagen naar voren te halen.

3.3 Het renterisicokader 2016-2019

In 2016 is het huidige renterisicokader in werking getreden, voor de periode 2016-2019. De basis voor dit nieuwe kader was de wens om de gemiddelde looptijd van de schuldportefeuille (inclusief swaps) te verlengen. Deze wens was onder meer ingegeven door de toegenomen schuldumfang en de historisch lage rentes. Kosten van verlengen waren hierdoor relatief laag. Tevens bevatte de beleidsdoorlichting 2015 de aanbeveling dat het nieuwe renterisicokader minder afhankelijk zou moeten zijn van renteswaps en werd aanbevolen om eenduidige risico- en kostenmaatstaven te definiëren.

De historisch lage rentes leiden weliswaar tot lagere kosten bij verlengen, maar tegelijkertijd tot een situatie waarin relatief grote rentestijgingen mogelijk zijn: de potentiële omvang van een opwaartse renteschok is hoger dan bij de hogere renteniveaus uit het verleden. Daarom werd ook de randvoorwaarde gesteld dat in het nieuwe renterisicokader niet méér risico gelopen mocht worden dan volgens het kader 2008-2015.

3.3.1 Twee risico-indicatoren: gemiddelde looptijd en RRB

Met het voorgaande in gedachten zijn voor het renterisicokader voor de periode 2016-2019 twee risico-indicatoren vastgesteld. Deze twee indicatoren zijn (i) het renterisicobedrag (RRB) en (ii) de gemiddelde looptijd van de schuldportefeuille (inclusief swaps). Zoals eerder opgemerkt, zegt de gemiddelde looptijd iets over de afruil tussen kosten en risico *op de lange termijn*: in het algemeen geldt dat hoe langer (korter) de looptijd van de schuld, hoe lager (hoger) het renterisico, maar hoe hoger (lager) de rentelasten. Het RRB is dat deel van de schuld- en swapportefeuille waarover binnen 12 maanden de rente opnieuw vastgesteld moet worden, uitgedrukt als percentage van de schuld. Het RRB zegt daarmee iets over het risico *op de korte termijn*. De impliciete hypothese hierbij is, dat door te sturen op deze twee indicatoren, automatisch een doelmatige portefeuille zou worden bereikt, oftewel een portefeuille met zo laag mogelijke kosten bij een risico dat gelijk is of lager aan het risico van het beleid uit de vorige periode.

Voor deze indicatoren worden in de periode 2016-2019 de volgende waarden nagestreefd:

- (i) Voor het RRB geldt een maximum van 18%.
- (ii) De gemiddelde looptijd in de periode 2016-2019 wordt geleidelijk verlengd naar een gemiddelde looptijd van 6,4 jaar eind 2019, volgens het volgende schema (waarbij steeds een bandbreedte van 0,25 jaar wordt toegestaan):

Tabel 7: Gewenste gemiddelde looptijd 2016-2019.

	Ultimo 2016	Ultimo 2017	Ultimo 2018	Ultimo 2019
Gewenste Looptijd	5,5 jaar	6,0 jaar	6,3 jaar	6,4 jaar

Om de streefwaarden voor deze indicatoren te kunnen bepalen, is bij de ontwikkeling van het renterisicokader 2016-2019 in 2015 een looptijdanalyse uitgevoerd op die portefeuilles die (op termijn en in evenwicht) bereikt kunnen worden zonder gebruik te maken van swaps. Daarnaast zijn bij de vaststelling van de optimale looptijd alleen portefeuilles meegenomen die een lager risico hebben dan de portefeuille die zou ontstaan als het toenmalige beleid doorgezet zou worden. Van deze portefeuilles had de portefeuille met een gemiddelde looptijd van 6,4 jaar de laagste kosten. In theorie kan de looptijd van 6,4 jaar op verschillende manieren worden bereikt: bijvoorbeeld door enkel schuld papier met een looptijd van 12,8 jaar uit te geven (en daarmee een gemiddelde looptijd voor de portefeuille van 6,4 jaar). Een combinatie van een hele lange schuld en een grote geldmarkt (korte schuld) is ook mogelijk om gemiddeld op 6,4 jaar uit te komen. Een te grote geldmarkt kan echter een hoog kortetermijnrisico voor de begroting met zich meebrengen. Omdat de looptijd van geldmarktinstrumenten maximaal één jaar is, zal de gehele geldmarkt per definitie binnen een jaar opnieuw gefinancierd moeten worden. Dit brengt het risico met zich dat een plotselinge stijging van de rente op korte termijn tot fors hogere rentelasten zou leiden. Om dit kortetermijnrisico te beperken is in 2016 het RRB geïntroduceerd, dat begrensd is op 18%. Dit betekent dat op maximaal 18% van de schuld de rente opnieuw vastgesteld (*'refixed'*) mag worden in de komende van 12 maanden³⁰. De gedachte is dat dit nog een acceptabel renterisico voor de begroting is op de korte termijn. Dit maximum is gebaseerd op de schuld omvang van € 370 miljard eind 2015, de gebruikelijk jaarlijkse aflossingen van twee DSL's à € 15 miljard en een omvang van de geldmarkt van € 25 miljard³¹. Daarnaast biedt de 18% ruimte om een saldoschok van 3% van de staatsschuld (ongeveer 1,5% van het BBP) op te vangen.

³⁰ Het RRB kent geen minimum. Dit betekent niet dat het RRB op enig moment nul zal zijn, gezien het streven om een geldmarkt met een omvang van € 20 - € 25 miljard in stand te houden.

³¹ Ervaring heeft geleerd dat een geldmarkt met een omvang van € 20 - € 25 miljard (gemiddeld 6 DTC-programma's van ongeveer € 4 miljard) voldoende liquiditeit garandeert.

De streefwaarden voor RRB en gemiddelde looptijd kunnen gezien worden als een weergave van de risicopreferentie van de Nederlandse staat voor de periode 2016-2019. Bij het bepalen van deze waarden eind 2015 van 18% respectievelijk 6,4 jaar is ook in overweging genomen dat tegenvallende rentelasten, bijvoorbeeld als gevolg van onverwachte renteschokken, in de regel negatiever worden ontvangen dan meevallers. Mede daarom zijn de rentescenario's die in 2015 zijn doorgerekend, enigszins aan de conservatieve kant geweest.

3.3.2 Gerealiseerde waarden risico-indicatoren

Onderstaande tabel 7 laat voor 2016-2018 de gerealiseerde waarden van de looptijd en het RRB zien en voor 2019 de verwachte waarde (op basis van de huidige saldo-inzichten). Te zien is dat de indicatoren tot nu toe aan de voorwaarden hebben voldaan. De verwachting is dat dat ook in 2019 het geval zal zijn.

Tabel 8: Gerealiseerde looptijd en RRB 2016-2019¹.

	Ultimo/over 2016	Ultimo/over 2017	Ultimo/over 2018	Ultimo/over 2019
Looptijd	5,6 jaar	6,0 jaar	6,3 jaar	6,5 jaar
RRB	15,3%	15,4%	13,7%	13,7%

¹2019 is de verwachte stand aan het einde van het jaar.

De ontwikkeling van beide indicatoren wordt mede beïnvloed door de verhouding tussen de omvang van de geldmarkt en de kapitaalmarkt. Zoals gezegd is de looptijd van de geldmarkt per definitie korter dan een jaar waardoor de gehele geldmarkt meetelt in het RRB. Een grotere geldmarkt betekent dus een hoger RRB. De gemiddelde looptijd zal met een grotere geldmarkt juist dalen, omdat het aandeel korte schuld ten opzicht van de totale staatsschuld toeneemt. Omgekeerd betekent een kleinere geldmarkt over het algemeen een lager RRB en een langere looptijd. Dat is de situatie waar in de afgelopen periode sprake van is geweest.

De uitgifte van DSL's heeft een belangrijk effect op de renterisico-indicatoren. Door DSL-uitgiftes (die een looptijd hebben langer dan een jaar) wordt de geldmarkt kleiner en de kapitaalmarkt groter; de geld- en kapitaalmarkt werken feitelijk als communicerende vaten. DSL-uitgiftes hebben dus per definitie een verlengend effect op de gemiddelde looptijd en een verlagend effect op het RRB.

Ook het kassaldo kan een forse impact op de indicatoren hebben. Ontwikkelingen in het kassaldo worden immers primair opgevangen op de geldmarkt, die als buffer fungeert. Een positief kassaldo verlaagt het beroep op de geldmarkt (met een kleiner RRB en langere looptijd tot gevolg) en een negatief kassaldo vergroot het beroep op de geldmarkt (waardoor het RRB toe- en de looptijd afneemt).

Het inkopen van DSL's heeft beperkt effect op looptijd en RRB. Het Agentschap uitsluitend DSL's inkoopt met een resterende looptijd tot 24 maanden uit hoofde van cashmanagement. Feitelijk betekent dit dat kapitaalmarkt omgezet wordt in geldmarkt. Als de resterende looptijd van de ingekochte DSL's langer is dan 12 maanden, wordt het RRB vergroot. Het inkopen van DSL's zal altijd de looptijd in beperkte mate verkorten.

Het uitgeven en inkopen van DSL's wordt niet primair gedaan om de looptijd en RRB bij te sturen. Het kassaldo is een extern gegeven en kan door het Agentschap ook niet gebruikt worden om de indicatoren naar de gewenste waarden bij te sturen. In plaats daarvan gebruikt het Agentschap

renteswaps (zie paragraaf 2.1). Payerswaps verlengen de looptijd en verlagen het RRB, terwijl receiverswaps juist de looptijd verkorten en het RRB verhogen. Gezien het doel om over 2016-2019 de looptijd te verlengen, was een van de mogelijkheden geweest om payerswaps af te sluiten. Echter, gezien de aanbeveling uit de beleidsdoorlichting 2015 om de afhankelijkheid van swaps te verminderen is er voor gekozen om in plaats daarvan bestaande receiverswaps voortijdig te beëindigen. Dit heeft namelijk nagenoeg hetzelfde effect als het afsluiten van payerswaps: de looptijd wordt verlengd en het RRB verlaagd. Gedurende 2016-2018 is steeds gekeken hoeveel swaps er beëindigd moesten worden en wat daar de gemiddelde looptijd van moest zijn.

In de jaarverslagen 2016-2018 is verantwoord welke factoren hebben bijgedragen aan de realisaties van de renterisico-indicatoren. In tabel 8 is dit op een rijtje gezet en is het afzonderlijke effect van het kassaldo, DSL-uitgiftes, DSL-inkopen en voortijdige beëindigingen van receiverswaps te zien. Het maakt kenbaar dat het gebruikelijke opereren van het Agentschap – namelijk inspelen op het kassaldo en actief zijn op de kapitaalmarkt met DSL-transacties – van invloed is op de renterisico-indicatoren en dat bijgestuurd kan worden via swaptransacties. In dit geval zijn receiverswaps beëindigd om de gemiddelde looptijd verder omhoog te brengen en het RRB voldoende naar beneden te brengen.

Tabel 9: Effect kassaldo, DSL- en swaptransacties op looptijd en RRB.

	Looptijd (in jaren)	RRB (in %)
Waarde op 1 januari 2016	5,3	12,7
Waarde ultimo/over 2016 bij enkel geldmarktfinanciering en een kassaldo van nul	4,4	21,2
<i>Effect saldo</i>	-0,0	0,1
<i>Effect DSL-uitgiftes</i>	0,7	-4,4
<i>Effect DSL-inkopen</i>	-0,0	0,7
<i>Effect voortijdig beëindigen receiverswaps</i>	0,6	-2,3
Gerealiseerd ultimo/over 2016	5,6	15,3
Waarde op 1 januari 2017	5,6	17,0
Waarde ultimo/over 2017 bij enkel geldmarktfinanciering en een kassaldo van nul	4,8	26,0
<i>Effect saldo</i>	0,3	-4,0
<i>Effect DSL-uitgiftes</i>	0,8	-5,7
<i>Effect DSL-inkopen</i>	0,0	0,1
<i>Effect voortijdig beëindigen receiverswaps</i>	0,2	-1,0
Gerealiseerd ultimo/over 2017	6,0	15,4
Waarde op 1 januari 2018	6,0	16,3
Waarde ultimo/over 2018 bij enkel geldmarktfinanciering en een kassaldo van nul	5,1	25,0
<i>Effect saldo</i>	0,2	-3,9
<i>Effect DSL-uitgiftes</i>	0,6	-4,2
<i>Effect DSL-inkopen</i>	0,0	0,1
<i>Effect voortijdig beëindigen receiverswaps</i>	0,5	-3,3
Gerealiseerd ultimo/over 2018	6,4	13,7

3.3.3 Voortijdige beëindiging van swaps

Zoals in voorgaande paragraaf is uitgelegd, is voortijdige beëindiging van swaps gebruikt om de risico-indicatoren naar de gewenste waarden bij te sturen. Onderstaande tabel laat zien voor welke nominale bedragen receiverswaps per jaar beëindigd zijn, naar afloopjaar. In de onderste regel is opgenomen

hoeveel onderpand is vervallen als gevolg van de voortijdige beëindigingen. Het vervallen van onderpand heeft namelijk een effect op het RRB en de looptijd. Onderpand is in feite korte termijn schuld, waarop de daggeldrente³² wordt vergoed. Daarmee behoort onderpand tot het RRB. Wanneer onderpand vervalt, neemt het RRB af en de looptijd toe. Dat het vervallen onderpand in 2018 relatief laag is, komt doordat de looptijd van swaps die vroegtijdig beëindigd zijn relatief kort was (en daarmee de marktwaarde van de swaps lager was). Omdat in 2016 de looptijd van swaps veel hoger was, is de gerealiseerde marktwaarde relatief hoog.

Tabel 10: Omvang voortijdige beëindiging receiverswaps (per afloopjaar), inclusief vervallen onderpand (in € mld.).

Afloopjaar	2016	2017	2018
2021	-	-	6,17
2022	-	-	3,00
2023	-	-	2,00
2024	-	-	4,60
2026	0,05	0,23	1,08
2027	1,93	2,53	2,03
2028	0,33	-	1,01
2033	-	0,50	-
2035	2,69	-	-
2036	0,89	0,10	-
2037	1,55	-	0,25
2042	1,95	0,73	0,13
Totale nominale omvang	9,38	4,09	20,25
Vervallen onderpand	5,57	1,65	3,11

3.4 Samenvatting

Ingevolge artikel 11 van begrotingshoofdstuk IX dient financiering van de staatsschuld plaats te vinden tegen zo laag mogelijke kosten en onder acceptabel risico voor de begroting. De risico's waarmee het Agentschap met name te maken heeft zijn renterisico, valutarisico, (her)financieringsrisico, liquiditeitsrisico, kredietrisico, settlementrisico en operationeel risico. Om deze risico's te mitigeren en beheersen hanteert het Agentschap een risicobeleid, daarbij gebruik makend van de internationaal geaccepteerde richtlijnen van het IMF en de Wereldbank. Dit risicobeleid rust op twee pijlers: (i) financieringsbeleid en (ii) renterisicokader. Het financieringsbeleid omvat het geheel van kwalitatieve randvoorwaarden die het Agentschap stelt bij de keuzes voor schuldinstrumenten, de verschillende looptijden en uitgifte momenten en communicatie daarover. Hierbij hanteert het Agentschap drie kernwaarden die moeten bijdragen aan de doelstelling van artikel 11, te weten consistentie, transparantie en liquiditeit. Tegelijkertijd probeert het Agentschap enigszins flexibel te zijn, om in te kunnen spelen op veranderende financieringsbehoefte of behoeften van de markt. Zo is het Agentschap bandbreedtes van enkele miljarden gaan hanteren bij de communicatie van de financieringsbehoefte en kapitaal- en geldmarktvolumes, en is de omvang van het gecommitteerde uitgiftevolume van DSL's met een looptijd tot 10 jaar verlaagd van €15 miljard naar €10-€12 miljard.

Op de kapitaalmarkt wordt de jaarlijkse uitgifte van een 10-jaars DSL ook in 2016-2019 als hoeksteen van het financieringsbeleid beschouwd: de gedachte is dat door deze DSL jaarlijks uit te geven een rentecurve wordt onderhouden met liquide DSL's met een looptijd tot 10 jaar. Marktpartijen hechten veel waarde aan deze 'benchmark'-lening als referentie voor andere financiële producten. Om ook de rentecurve in andere looptijden te onderhouden zijn in 2016-2019 daarnaast een nieuwe 5-jaars, 7-

³² Daggeldrente (ook wel EONIA) is de rente die banken elkaar in rekening brengen voor 'overnight' geldleningen.

jaars en een 20-jaarslening uitgegeven. Daarbij was de 20-jaars tevens de eerste groene obligatie die de Nederlandse staat heeft geplaatst. In 2016-2019 hebben in totaal ook negen toonbankveilingen plaatsgevonden van vijf verschillende DSL's die voor 2016 waren uitgegeven.

Op de geldmarkt zijn in de periode 2016-2019 DTC's geveild op de eerste en derde maandag van de maand conform een uitgiftekalender. De totale geldmarktfinanciering in deze periode is afgenomen, vanwege de teruglopende financieringsbehoefte, waarmee de geldmarkt zijn bufferfunctie heeft vervuld. Het aantal DTC-veilingen is afgenomen van 46 in 2016 tot naar verwachting 33 in 2019 en het geveilde volume aan geplaatste DTC's is afgenomen van ruim € 53 miljard tot naar schatting € 44 miljard. Andere geldmarktinstrumenten die in deze periode zijn gebruikt zijn Commercial Paper (CP) en deposito's. Het gebruik van CP is toegenomen van € 63 miljard in 2016 naar € 164 miljard in 2018 en de gemiddelde gewogen looptijd bedroeg 12 dagen. Daarbij is het aandeel USCP gestegen tot ongeveer 50% van het hele CP-programma. Het gebruik van deposito's is afgenomen, van € 86 miljard in 2016 naar € 58 miljard in 2018, en heeft een gemiddelde gewogen looptijd van 3-4 dagen. Het Agentschap is daarbij meer gebruik gaan maken van deposito's in USD.

Bij de DTC-veilingen heeft het Agentschap de afgelopen periode getracht enige flexibiliteit te introduceren, onder meer door op verzoek van investeerders de aflooptdatum van enkel DTC-programma's iets te vervroegen en door, in afwijking van de uitgiftekalender, een ander programma te heropenen dan in eerste instantie voorzien.

Om het belangrijkste risico voor de begroting bij schuldfinanciering – het renterisico - te beheersen, is in 2016 een renterisicokader met twee kwantitatieve indicatoren ingevoerd: de gemiddelde looptijd en het renterisicobedrag (RRB). De gemiddelde looptijd vormt een indicatie over de afruil tussen risico en kosten op de lange termijn. In de regel nemen de rentekosten toe bij langere looptijden. Het RRB ziet op het risico op de korte termijn: het betreft het deel van de schuld- en swapportefeuille waarover binnen 12 maanden de rente opnieuw moet worden vastgesteld, als percentage van de totale schuld. Op basis van portefeuileanalyses in 2015 zijn streefwaarden voor looptijd en RRB bepaald voor 2016-2019, waarbij de wens was om de looptijd te verlengen en de afhankelijkheid van swaps te verminderen. De gemiddelde looptijd zou worden verlengd naar 6,4 jaar ultimo 2019. Het RRB mocht in deze periode maximaal 18% bedragen. Deze streefwaarden geven daarmee de risicopreferentie weer van de Nederlandse staat voor de periode 2016-2019.

In 2016-2018 zijn onderstaande waarden gerealiseerd en in 2019 verwacht, waarmee aan de streefwaarden is voldaan. Met name de uitgifte van DSL's en de voortijdige beëindiging van receiverswaps hebben een verlengend effect gehad op de looptijd en een verlagend effect op het RRB. Ook het inkopen van DSL's die binnen 24 maanden aflopen, heeft ditzelfde effect, zij het in mindere mate.

	Ultimo/over 2016	Ultimo/over 2017	Ultimo/over 2018	Ultimo/over 2019
Looptijd	5,6 jaar	6,0 jaar	6,3 jaar	6,5 jaar
RRB	15,3%	15,4%	13,7%	13,7%

4 Beoordeling beleid 2016-2019

4.1 Uitvoering financieringsbeleid

In deze paragraaf wordt beoordeeld hoe het financieringsbeleid is uitgevoerd. Centraal hierin staat de manier waarop het Agentschap uitvoering heeft gegeven aan zijn drie kernwaarden die zijn beschreven in hoofdstuk 3: consistentie, transparantie en liquiditeit. Bekeken wordt in hoeverre het gevoerde beleid aansluit bij eerder genoemde richtlijnen van het IMF en de Wereldbank. Ook wordt een internationale vergelijking gemaakt. De beoordeling aan de hand van de kernwaarden is opgesplitst in twee delen: paragraaf 4.1.1 gaat in op consistentie en transparantie en paragraaf 4.1.2. gaat in op de kernwaarde liquiditeit.

4.1.1 Consistentie en transparantie

SEO geeft in zijn rapport aan dat er geen duidelijke maatstaf is voor het meten van consistentie en transparantie in het beleid van een schuldmanager. Daarentegen is het wel mogelijk om het gevoerde beleid af te zetten tegen een benchmark, zoals de IMF en Wereldbank richtlijnen. Volgens het IMF³³ vermindert grotere voorspelbaarheid in de timing van schulduitgiftes door de overheid onzekerheid voor investeerders, en verlaagt daarmee de risicopremie op de overheidsschuld. Dit draagt bij aan een hogere vraag van investeerders naar overheidsschuld, wat uiteindelijk leidt tot lagere rentelasten. Transparantie en consistentie van aankondigingen voorafgaand aan de schulduitgiftes – over type lening, coupon en veilingregels – dragen ook bij aan lagere risicopremies, aldus het IMF. De IMF en Wereldbank richtlijnen stellen dat transparantie belangrijk is, omdat dat de onzekerheid omtrent toekomstige financieringsplannen vermindert. De effectiviteit van het gevoerde beleid kan daarom worden versterkt als de beoogde doelen en gebruikte instrumenten openbaar zijn. Bovendien verhoogt dit ‘*accountability*’ van het Agentschap. Als het Agentschap transparant is over zijn financieringsplannen en consistent in de uitvoering hiervan dan zal dit reputatie van het Agentschap ten goede komen.

4.1.1.1 Beleidsinstrumenten voor consistentie en transparantie

Hieronder staat een aantal voorbeelden van beleidsinstrumenten voor consistentie en transparantie die door IMF en Wereldbank worden genoemd³⁴. Al deze beleidsinstrumenten zorgen ervoor dat voldoende informatie over het beheer en financiering van de staatsschuld bekend is bij investeerders, wat de onzekerheid vermindert. Hierbij geldt dat consistentie en transparantie een versterkende werking hebben op elkaar.

Beleidsinstrumenten ten behoeve van de verbetering van consistentie:

1. Het uitgeven van obligaties op reguliere momenten gedurende het jaar.
2. Het uitgeven van nieuwe benchmark obligaties ieder jaar.
3. Het aankondigen van een doelvolumen voor het totaal aan uit te geven obligaties in jaar, evenals een doelvolumen per obligatie en ook per veiling.
4. Ervoor zorgen dat dit doelvolumen wordt bereikt.
5. Het uitvoeren van het financieringsbeleid in overeenstemming met het risico management raamwerk, en hier niet van afwijken ten behoeve van kort termijn voordeel ten koste van een toename in risico.

Beleidsinstrumenten ten behoeve van de verbetering van transparantie:

1. Maak schuldmanagement doelen publiek.
2. Het tijdig publiceren van een financieringsplan voor het aankomende jaar.

³³ Jonasson, T., & Papaioannou, M. (2018), A primer on managing sovereign debt portfolio risks. IMF Working Papers 18/74.

³⁴ Jonasson, T., & Papaioannou, M. (2018)

3. Het zo vroeg mogelijk aankondigen van veilingdata en –details.
4. Publiceer periodieke updates van de financieringsbehoefte.
5. Publiceer veilingresultaten.
6. Beschrijf het veilingproces op een duidelijke manier.
7. Veelvuldige communicatie met PD's en investeerders over het financieringsplan en veilingdetails.
8. Maak de intentie van de derivatenportefeuille en de statistieken hierbij openbaar.

SEO concludeert³⁵ dat de beleidsinstrumenten, die door het Agentschap gebruikt worden ten behoeve van de verbetering van consistentie en transparantie in overeenstemming zijn met deze richtlijnen en de literatuur over schuldmanagement. Bijvoorbeeld: het Agentschap geeft regelmatig en op gezette tijden schuld uit in veilingen, kondigt informatie hierover tijdig aan, en voert de veiling vervolgens uit zoals is aangekondigd. Daarnaast informeert het Agentschap zijn investeerders en PD's over de financieringsbehoefte en de uitgiftekalender in zijn kwartaalberichten en de jaarlijkse Outlook in december. Het Agentschap is bovendien consistent in zijn financieringsbeleid door bijvoorbeeld ieder jaar een 10-jaarslening uit te geven.

4.1.1.2 Flexibiliteit

Hoewel flexibiliteit in uitgiftes op gespannen voet kan staan met de kernwaarden consistentie en transparantie, is ook voor het Agentschap flexibiliteit in uitgiftes belangrijker geworden vanwege de lagere financieringsbehoefte en het feit dat de financieringsbehoefte meer dan voorheen significant hoger of lager uitkomt dan vooraf gecommuniceerd. Ook kan flexibiliteit helpen om met uitgifte(keuze)s sneller te reageren op marktontwikkelingen. Zo kan ervoor gekozen worden om veilingdata korter van tevoren te bepalen (zoals bij de DDA) en uitgiften beter aan te laten sluiten op de behoeften van marktpartijen (bijvoorbeeld door korter van tevoren de specifieke lening die geveld wordt aan te kondigen). Dit stelt het Agentschap in staat om te profiteren van gunstige marktomstandigheden (hoofdzakelijk lage rentes door veel vraag naar een bepaalde looptijd), maar kan daarentegen ook leiden tot een hogere risicopremie doordat wordt ingeboet op transparantie en voorspelbaarheid. Kortom, bij het formuleren van het financieringsbeleid dient een afweging te worden tussen consistentie en transparantie enerzijds en flexibiliteit anderzijds.

SEO benoemt dat het Agentschap tijdens het huidige beleidskader 2016-2019 flexibeler is geworden. Zo hanteert het Agentschap in zijn communicaties nu een bandbreedte voor de omvang van de uitgiftes op de kapitaalmarkt, in plaats van een exact doelvolume. Het Agentschap blijft consistent in het voldoen aan deze bandbreedte. Op de geldmarkt wordt ook een bandbreedte voor uitgiftes gegeven (stand aan het einde van de geldmarkt), maar het Agentschap communiceert hierbij dat dit slechts een indicatieve bandbreedte is ten opzichte van de harde toezegging over de bandbreedte op de kapitaalmarkt. Als de financieringsbehoefte gedurende het jaar significant lager (hoger) uitvalt dan van tevoren is ingeschat dan zal de stand van de geldmarkt lager (hoger) uitkomen dan de vooraf geschatte bandbreedte. Dit is het geval geweest de afgelopen jaren zoals ook besproken is paragraaf 2.2. Een ander voorbeeld van de iets grotere flexibiliteit op de geldmarkt ten opzichte van de kapitaalmarkt is dat het Agentschap in 2018 besloot de aflosdatum van een van de DTC-programma's iets te vervroegen, omdat dit de voorkeur van investeerders had. Het Agentschap is echter consistent in uitgiftes op de vooraf gecommuniceerde veilingdata, aldus SEO.

SEO heeft met twee methodes onderzocht of de overgang naar bandbreedtes voor kapitaalmarktuitgiftes (meer flexibiliteit voor het Agentschap, maar minder zekerheid voor

³⁵ 'Assessment of DSTA's 2016-2019 Risk Framework and Funding policy', SEO, 2019. Voor concrete voorbeelden over andere landen wordt verwezen naar deze studie. De beleidsdoorlichting bespreekt met name de Nederlandse situatie.

investeerders) voor hogere risicopremies op de uitgiftes heeft gezorgd. Aan de hand van een regressieanalyse op basis van bestaand model ontwikkeld door Afonso, Arghyrou en Kontonikas (2015)³⁶ heeft SEO de rentespreads van Nederlandse en Duitse 10-jaarsleningen bekeken. SEO concludeert dat de overgang naar bandbreedtes voor het Agentschap geen significant effect heeft gehad. Deze bevinding wordt bevestigd door middel van een andere methodologie die SEO ook heeft gebruikt, gebaseerd op een synthetische controlemethode ontwikkeld door Abadie, Diamond & Hainmueller (2010)³⁷ waarin ook geen significant verschil in rentespread wordt gevonden na het overstappen op een bandbreedte voor uitgiftes op de kapitaalmarkt.

4.1.2 Liquiditeit

Een liquide markt voor staatsschuld vergemakkelijkt de toegang tot de financiële markten en daarmee toekomstige schuldfinanciering³⁸. Dit verlaagt het herfinancieringsrisico. Daarnaast vergroot liquiditeit de verhandelbaarheid van schuldpapier, waardoor een grotere groep investeerders aangesproken wordt en investeerders een lagere liquiditeitspremie vragen. Zo zullen investeerders met een korte beleggingshorizon eerder geneigd zijn langlopend papier te kopen onder betere liquiditeitsomstandigheden. Het IMF en de Wereldbank onderschrijven het belang van liquiditeit en stellen in hun guidelines dat *“debt managers should pay attention to maintaining liquidity and transparency to the extent possible in the secondary market”*.

4.1.2.1 Beleidsinstrumenten voor liquiditeit

In de literatuur³⁹ worden enkele instrumenten genoemd ter bevordering van liquiditeit, waaronder:

1. Per veiling voldoende volume uitgeven om concentratie in houderschap te voorkomen.
2. Selectie van Primary Dealers op basis van, onder meer, activiteiten op de secundaire marktactiviteiten.
3. Bij veilingen de omvang van de afname per Primary Dealer maximeren, om concentratie in houderschap te voorkomen.
4. Consistentie en transparantie zorgen voor een betere informatievoorziening en prijsstelling en dragen derhalve bij aan liquiditeit op de secundaire markt.
5. Uitgiftes van ‘benchmarkleningen’ waarborgen een minimaal liquiditeitsniveau, omdat jaarlijks een minimale omvang wordt verhandeld.
6. Een quoteverplichting voor Primary Dealers komt de verhandelbaarheid van schuldpapier ten goede.
7. Een *security lending facility*, zoals een repofaciliteit, vermindert de kans op schaarste en vergemakkelijkt de handel op de secundaire markt.
8. Het achterhouden van een deel van het aangekondigde veilingvolume vergroot de flexibiliteit van financieringsactiviteiten, vergemakkelijkt de secundaire markthandel en biedt inzicht in vraag en aanbod⁴⁰.
9. Het heropenen van bestaande obligaties zorgt voor extra liquiditeit op specifieke punten van de rentecurve en voorkomt zodoende langdurige schaarste.

³⁶ Afonso, A., Arghyrou, M., & Kontonikas, A. (2015). The determinants of sovereign bond yield spreads in the EMU. ECB Working Paper Series No. 1781, 1-39, zoals beschreven in paragraaf 4.1.3 van het SEO rapport.

³⁷ Abadie, A., Diamond, A., & Hainmueller, J. (2010). Synthetic control methods for comparative case studies: Estimating the effect of California’s tobacco control program. *Journal of the American Statistical Association*, 105(490), 493-505, beschreven in paragraaf 4.1.3 van het SEO rapport.

³⁸ Jonasson, T., & Papaioannou, M. (2018).

³⁹ SEO verwijst hiervoor naar Jonasson, T., & Papaioannou, M. (2018); en naar de OESO (2018), *Sovereign Borrowing Outlook 2018*, OECD Publishing.

⁴⁰ Momenteel maakt enkel de Duitse DMO gebruik van dit instrument.

10. Met behulp van een inkoopprogramma kan secundaire marktliquiditeit kortstondig vergroot worden. Daarnaast kan een inkoopprogramma ingezet worden om liquiditeit te verdelen over de rentecurve en door de tijd heen.
11. Een *Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities* (STRIPS) programma stelt beleggers in staat om couponbetalingen te scheiden van de hoofdsom, waardoor het schuld papier aantrekkelijker wordt voor een grotere groep investeerders. Hiermee draagt een STRIPS programma bij aan de liquiditeit.

SEO constateert dat alle bovenstaande instrumenten door het Agentschap actief worden ingezet om de liquiditeit van staatsobligaties te bevorderen, behalve het achterhouden van schuld papier bij veilingen (punt 8). Met name het jaarlijks uitgeven van een 10-jaars lening en de stringente quoteerverplichtingen dragen bij aan een liquide secundaire markt, zo wordt ook beaamd door PD's. SEO concludeert daarom dat de Nederlandse Staat voldoet aan de internationale standaarden voor liquiditeit.

Om de secundaire markt van voldoende liquiditeit te kunnen voorzien, is het daarnaast van belang dat de liquiditeitsomstandigheden goed worden gevolgd. Hoewel er niet één specifieke indicator bestaat voor liquiditeit, kan liquiditeit - in tegenstelling tot consistentie en transparantie – wel beter beoordeeld worden met verschillende kwantitatieve indicatoren, zo volgt ook uit de literatuur⁴¹. Allereerst is het verschil tussen bied- en laatprijzen (*bid-ask spread*) een veelgebruikte indicator voor transactiekosten en daarmee verhandelbaarheid. Een lage bid-ask spread duidt op lagere transactiekosten en hogere liquiditeit. Handelsvolumes geven daarnaast een indicatie van de diepte van de markt en het aantal actieve handelaars. Het handelsvolume in relatie tot de uitstaande stand van het schuld papier, beter bekend als de omzetratio, geeft een indruk van de handelsfrequentie, waarbij een hogere omzetratio gelijkstaat aan een meer liquide markt. Tevens kan gekeken worden naar volatiliteit van zowel handelsvolumes als kosten. Bovenal wordt aangeraden om meerdere indicatoren te monitoren, aangezien de verschillende indicatoren andere aspecten van liquiditeit belichten. Het Agentschap monitort hoofdzakelijk het verschil tussen bied- en laatprijzen en handelsvolumes. Dit kan mogelijk worden uitgebreid, concludeert ook SEO.

4.1.3 Internationale vergelijking

SEO heeft de werkwijze van het Agentschap ook vergeleken met de werkwijze van een aantal andere Europese staatsschuldmanagers⁴². SEO concludeert daarbij dat het Agentschap een van de meest transparante staatsschuldmanagers is wat betreft communicatie met investeerders en PD's. De kwartaalberichten en de jaarlijkse outlook van het Agentschap bevatten niet alleen informatie over het financieringsbeleid, maar ook de redenering achter de beslissingen, het renterisicokader, economische en budgettaire vooruitzichten, recente marktontwikkelingen en statistieken. Dit zorgt er ook voor dat deze publicaties makkelijk te begrijpen zijn voor een breed publiek.

Het Agentschap scoort volgens SEO ook goed wat betreft de voorspelbaarheid van schulduitgiften in de internationale vergelijking. Alle landen in deze vergelijking maken gebruik van een uitgiftekalender om hun veilingdata en veilingdetails aan te kondigen. De informatiewaarde van deze uitgiftekalenders verschilt. De Duitse staatsschuldmanager publiceert aan het begin van het jaar een complete uitgiftekalender met alle veilingdata, specificaties van de leningen met daarbij de looptijden en ook het doelvolumen van de veilingen. Andere landen kiezen ervoor alleen de veilingdata aan te kondigen in de uitgiftekalender, terwijl de karakteristieken van de lening (specifieke lening, looptijd en doelvolumen) pas een aantal dagen voor de lening worden aangekondigd of publiceren wel de

⁴¹ Jonasson, T., & Papaioannou, M. (2018); en de OESO (2018)

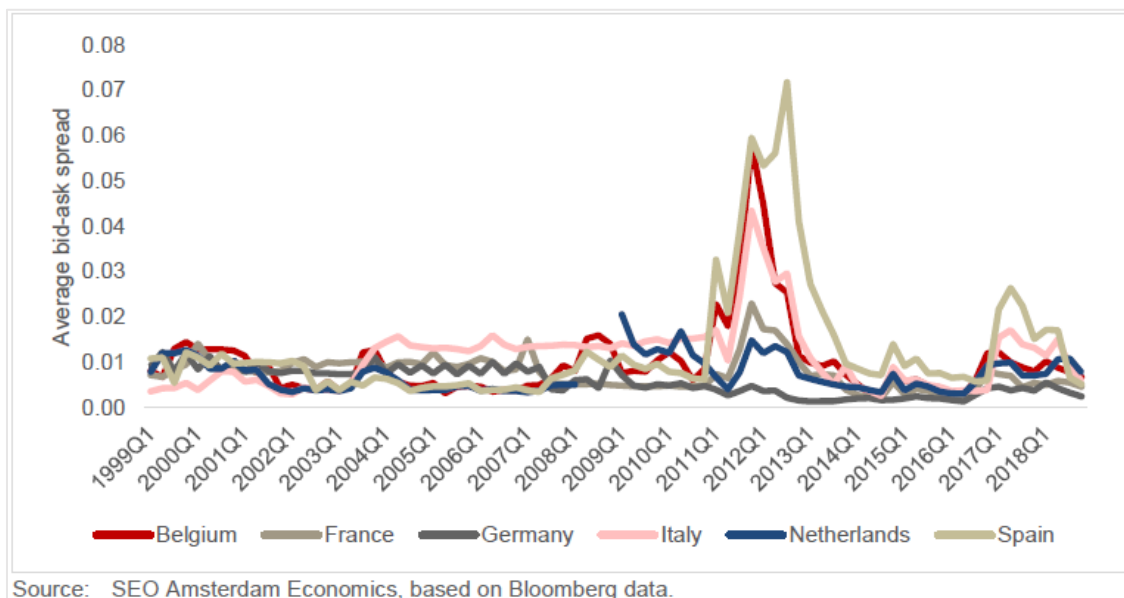
⁴² SEO heeft gekeken naar België, Duitsland, Frankrijk, Italië, Portugal en Spanje.

veilingdata aan het begin van het jaar, maar behouden zich de mogelijkheid voor veilingen te annuleren. Er zijn ook landen die net als Nederland ieder kwartaal een indicatieve uitgiftekalendar publiceren, maar in tegenstelling tot Nederland het financieringsplan aanpassen als de financieringsbehoefte of het financieringsbeleid gedurende het kwartaal verandert. Ook zou het Agentschap in theorie veilingen kunnen annuleren als dit nodig is, maar in principe wordt het financieringsplan zoals beschreven in outlook en kwartaalbericht uitgevoerd. SEO concludeert dat het Agentschap beter scoort op voorspelbaarheid en consistentie dan de meeste andere landen in de vergelijking. De reden hiervoor is dat veilingen en de karakteristieken hiervan tijdig worden aangekondigd, waarbij in principe niet wordt afgeweken van het in de outlook gecommuniceerde financieringsplan. Dat gezegd hebbende, alle landen maken die keuzes die gelet op de eigen specifieke situatie het beste bij hen passen. Tot slot concludeert SEO dat Nederland van alle Europese landen na Duitsland de laagste rente betaalt over schulduitgiftes. Het consistente en transparante financieringsbeleid heeft hier waarschijnlijk aan bijgedragen, aldus SEO.

Kapitaalmarkt

Aan de hand van kwantitatieve analyses bevestigt SEO dat de Nederlandse markt voor staatsobligaties liquide is in internationaal perspectief. Zo is in de periode 1999-2018 sprake van relatief lage bid-ask spreads in Nederland ten opzichte van andere Europese landen, wat duidt op een relatief liquide secundaire markt. Enkel Duits papier - en in mindere mate Frans papier - zijn in deze periode op basis van bid-ask spreads meer liquide. Ook lijkt de Nederlandse markt goed bestand tegen schokken: tijdens een periode van hogere marktvolatiliteit in het eerste kwartaal van 2018 stijgen Nederlandse bid-ask spreads het minst ten opzichte van Duitsland. Onderstaande figuur, ontleend aan het SEO rapport, geeft dit grafisch weer.

Figuur 8: Nederlandse bid-aks spread (in procenten) vergeleken met Europese landen.

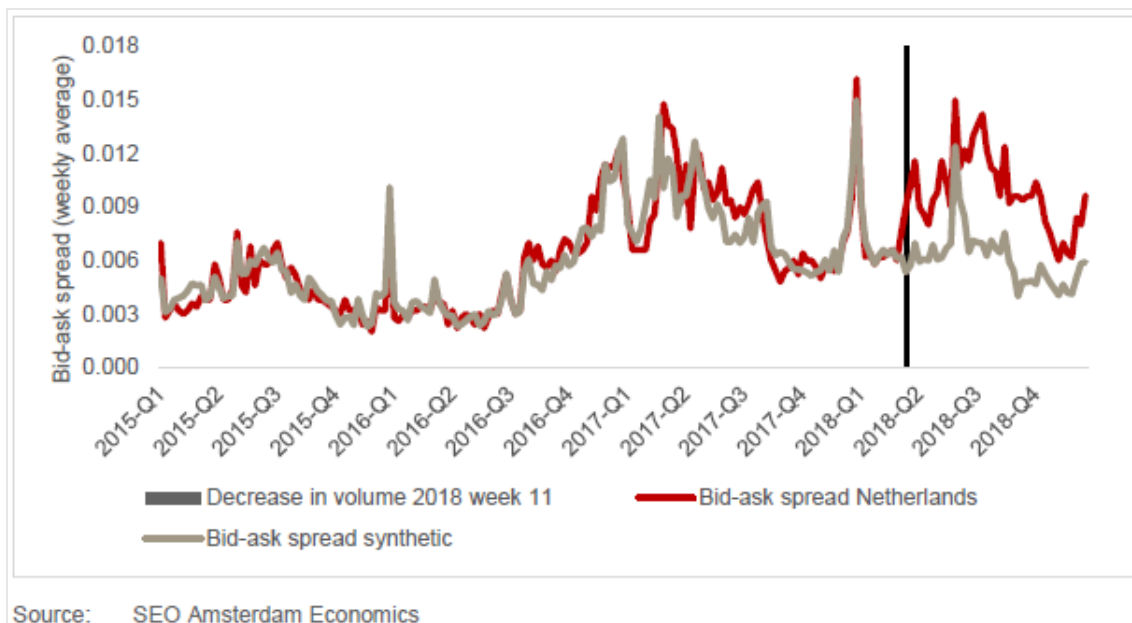


De gemiddelde uitstaande stand per obligatie is in Nederland aan de lage kant vergeleken met andere Europese landen. Dit kan leiden tot minder liquiditeit, omdat in absolute termen er nu eenmaal minder stukken beschikbaar zijn om in te handelen. De gemiddeld lagere uitstaande stand per obligatie is niet verwonderlijk gelet op het lagere absolute schuldniveau. Het absolute schuldniveau van Nederland ligt laag in Europees perspectief en verklaart voor een groot deel de lage uitstaande stand per obligatie.

Hoewel de liquiditeit van Nederlandse staatsobligaties momenteel nog voldoende wordt bevonden door SEO, toont SEO met behulp van statistische analyses wel aan dat een recente verlaging van de omvang van het uitstaand volume van de 10-jaarslening (de benchmark size) van € 15 miljard naar € 12 miljard heeft geleid tot een statistisch significante stijging van de gemiddelde bid-ask spread voor 10-jaars schuld papier met 0,4 basispunt. Dit effect wordt door SEO robuust bevonden met behulp van de synthetische controlemethode⁴³. De analyse laat zien dat na introductie van de nieuwe 10-jaars obligatie in week 11 van 2018, de gemiddelde bid-ask spread stijgt van 0,6 naar 1 basispunt. Onderstaande figuur geeft dit grafisch weer. Deze bevinding is opvallend omdat de meeste PD's dit niet onderschrijven; volgens hen heeft een verlaging van € 15 naar € 12 miljard niet tot nauwelijks effect gehad op de liquiditeit die zij hebben waargenomen in de markt. Dat is ook hetgeen het Agentschap zelf observeert.

Het aantal uitstaande obligaties met een initiële looptijd van 10 jaar heeft geen invloed op de resultaten. In een opzichzelfstaande robuustheidsanalyse wordt eveneens geen significant effect gevonden van de hoeveelheid uitstaande obligaties op de gemiddelde bid-ask spread en daarmee liquiditeit.

Figuur 10: Nederlandse bid-ask spread (in procenten) vergeleken met synthetische controlegroep.



Geldmarkt

Het Agentschap hanteert ook voor de secundaire markt voor Nederlands schatkistpapier beleidsinstrumenten die in lijn zijn bovengenoemde internationale richtlijnen. Zo kent deze markt eveneens stringente quoteerverplichtingen en vinden DTC-veilingen op vaste momenten plaats, waarbij het veilingvolume dient te voldoen aan een vooraf gecommuniceerde bandbreedte. Dit bewerkstelligt een minimale uitstaande stand per DTC-programma en bevordert de liquiditeit. Desalniettemin wordt de periode 2016-2019 gekenmerkt door een gestage afname van het totale veilingvolume en het aantal DTC-veilingen gedurende het jaar, zoals ook beschreven in paragraaf 3.2.4., vanwege een teruglopende financieringsbehoefte en de bufferfunctie van de geldmarkt. Toch lijkt de markt voor schatkistpapier vooralsnog voldoende liquide; in de periode 2016-2019 wordt ruimschoots voldaan aan de quoteerverplichtingen die het Agentschap aan de PD's stelt (zie paragraaf

⁴³ Abadie, A., Diamond, A., & Hainmueller, J. (2010), beschreven in paragraaf 4.2.3 van het SEO rapport.

2.2), wat een belangrijke bijdrage levert aan liquiditeit. PD's bevestigen dat de secundaire markt voor Nederlands schatkistpapier op dit moment, volgens hen, voldoende liquide is.

De afgelopen jaren heeft het Agentschap actief ingezet op het waarborgen van voldoende liquiditeit op de geldmarkt bij een teruglopende financieringsbehoefte. Om de verschillende DTC programma's van voldoende volume te kunnen voorzien, is er onder andere voor gekozen om meer focus te leggen op langlopend schatkistpapier. Waar in 2016 op elke veilingdatum een driemaands programma geveild werd, gebeurde dit in 2018 slechts eens per twee veilingen⁴⁴. De gemiddelde uitstaande stand per programma is in deze periode nagenoeg gelijk gebleven. Daarnaast is besloten om de verschillende DTC programma's te prioriteren door op veilingmomenten veelgevraagde programma's meer volume toe te wijzen. Omwille van schaarste (geringe liquiditeit) in de secundaire markt is in december 2018 tevens besloten om schatkistpapier lopend tot januari 2019 nogmaals te heropenen. Hoewel deze heropening heeft plaatsgevonden op een regulier veilingmoment, stond dit programma niet op de oorspronkelijke planning voor het vierde kwartaal. Omgekeerd is in 2017 besloten het impopulaire DTC programma met afloopdatum eind december tot nader order te schrappen. Populariteit van de verschillende programma's wordt beoordeeld aan de hand van kwantitatieve liquiditeitsindicatoren (waaronder bid-ask spreads), alsmede commentaar van PD's en eindbeleggers.

In Europees perspectief is een soortgelijke trend zichtbaar. Landen waar de schuldquote en financieringsbehoefte een vergelijkbare trend laten zien als in Nederland, zoals Zweden en Duitsland, hebben in de afgelopen jaren hun uitgifte van schatkistpapier fors verminderd, onder andere (zoals in Duitsland) door het aantal programma's te reduceren en de gemiddelde uitstaande stand per programma te verhogen. In Zweden bestond 6% van de staatsschuld eind 2016 uit schatkistpapier. Bij een nagenoeg gelijk gebleven schuldniveau bedroeg het aandeel schatkistpapier eind 2018 nog maar 2%.

Hoewel inzet van met name CP de afgelopen jaren in Nederland is toegenomen, is het beleid van het Agentschap om dit niet ten koste te laten gaan van DTC-uitgiften en daarmee de liquiditeit van schatkistpapier in de secundaire markt. Om dit te bewerkstelligen wordt het overige geldmarktinstrumentarium enkel ingezet om korte looptijden te financieren, waardoor de impact op DTC-uitgiften beperkt blijft. Zo bedroeg de maximale looptijd van CP 49 dagen in de periode 2016-2019⁴⁵, terwijl de minimale looptijd van het geveilde schatkistpapier in diezelfde periode op 57 dagen lag.

4.1.4 Tussenconclusie

Bij de beoordeling hoe het Agentschap invulling heeft gegeven aan zijn drie kernwaarden consistentie, transparantie en liquiditeit bij de uitvoering van het financieringsbeleid, concludeert SEO dat de beleidsinstrumenten die het Agentschap gebruikt in overeenstemming zijn met de internationale richtlijnen van het IMF en de Wereldbank. Zo kondigt het Agentschap tijdig zijn veilingen aan en voert deze uit conform aankondiging. Ook informeert het Agentschap op gezette tijden de investeerders en PD's over de financieringsbehoefte en uitgiftekalender. Daarnaast draagt de jaarlijkse uitgifte van de 10-jaars lening bij aan consistentie.

In dit beleidskader is het Agentschap iets meer flexibiliteit gaan hanteren in zijn financieringsbeleid, met name door bandbreedtes voor de omvang uit te geven DSL's te communiceren in plaats van exacte doelvolumes. SEO constateert op basis van onder andere een regressieanalyse dat deze vorm van

⁴⁴ Wel werd op elke veilingdatum in de periode 2016-2018 een zesmaands programma geveild.

⁴⁵ Zoals reeds vermeld in paragraaf 3.2.4 bedroeg de gemiddelde gewogen looptijd van commercial paper 12 dagen in de periode 2016-2019.

flexibiliteit geen significante gevolgen heeft gehad voor de rentespread, oftewel niet tot hogere risicopremies voor het Agentschap op de kapitaalmarkt heeft geleid.

Ook de beleidsinstrumenten die het Agentschap gebruikt ter ondersteuning en bevordering van de liquiditeit zijn in overeenstemming met de internationale richtlijnen van het IMF en de Wereldbank, constateert SEO. Daarvan dragen met name de jaarlijkse uitgifte van een 10-jaarslening en de stringente quoteerverplichtingen voor PD's bij aan liquiditeit.

Om liquiditeit te monitoren observeert het Agentschap hoofdzakelijk het verschil tussen de bied- en vraagprijzen (bid-ask spread) en handelsvolumes. Volgens SEO zou het Agentschap meer verschillende indicatoren kunnen gaan gebruiken.

In (beperkt) internationaal perspectief⁴⁶ is het Agentschap volgens SEO een van de meest transparante schuldmanagers, wat betreft zijn communicatie met investeerders en PD's. Ook handelt het Agentschap consistent en voorspelbaar dan de meeste andere landen in de vergelijking, aldus SEO. Tot slot concludeert SEO dat Nederland van alle Europese landen, op Duitsland na de laagste rente betaalt over schulduitgifte en dat het consistente en transparante financieringsbeleid hier waarschijnlijk aan heeft bijgedragen.

SEO bevestigt ook dat in internationaal perspectief de Nederlandse markt voor staatsobligaties liquide is en bestand tegen schokken: zo steeg de Nederlandse bid-ask spread tijdens hogere marktvolatiliteit begin 2018 het minst van de vergeleken landen. Tegelijkertijd toont SEO met een kwantitatieve analyse aan dat de verlaging van de omvang van de 10-jaarslening van €15 miljard naar €12 miljard tot een stijging heeft geleid van de bid-ask spread van 0,6 naar 1 basispunt, wat een significante stijging wordt geacht en kan duiden op afgenomen liquiditeit. Volgens de PD's heeft de verlaging van €15 naar €12 miljard echter niet tot nauwelijks effect gehad op de liquiditeit die zij hebben waargenomen in de markt.

Vanwege de dalende financieringsbehoefte en de bufferfunctie van de geldmarkt heeft het Agentschap in de periode 2016-2019 zowel het aantal DTC-veilingen als het totale veilingvolume in de DTC-markt gereduceerd. Het Agentschap heeft daarbij de focus gelegd op de uitgifte van voldoende volume *per* DTC – programma, om zo de liquiditeit voor schatkistpapier te waarborgen. Daarnaast heeft het Agentschap andere geldmarktinstrumenten, zoals *Commercial Paper* (CP), enkel ingezet voor de financiering van kortere looptijden (in de periode 2016-2019 maximaal 49 dagen), om zo het gebruik van CP niet ten koste te laten gaan van DTC-uitgiften. Volgens PD's is de markt voor Nederlands schatkistpapier dan ook nog steeds voldoende liquide.

4.2 Toepassing renterisicokader

4.2.1 Eenduidigheid van risico-indicatoren gemiddelde looptijd en RRB

In de vorige beleidsdoorlichting uit 2015 werd aanbevolen om eenduidige risico- en kostenmaatstaven te definiëren waarmee de schuldportefeuille als geheel kan worden beoordeeld, waarop kan worden gestuurd en waarmee over de resultaten ten opzichte van deze maatstaven helder kan worden gerapporteerd. Zoals beschreven in hoofdstuk 3, zijn naar aanleiding van deze aanbevelingen met het renterisicokader 2016-2019 twee risicomatstaven geïntroduceerd: de gemiddelde looptijd van de portefeuille (schuld en swaps) en het renterisicobedrag (RRB). In deze paragraaf worden de geïntroduceerde risico-indicatoren besproken en wordt bekeken of deze voldoende Specifiek, Meetbaar, Acceptabel, Realistisch en Tijdgebonden (SMART) zijn.

⁴⁶ Vergeleken met België, Duitsland, Frankrijk, Italië, Portugal en Spanje.

4.2.1.1 De gemiddelde looptijd

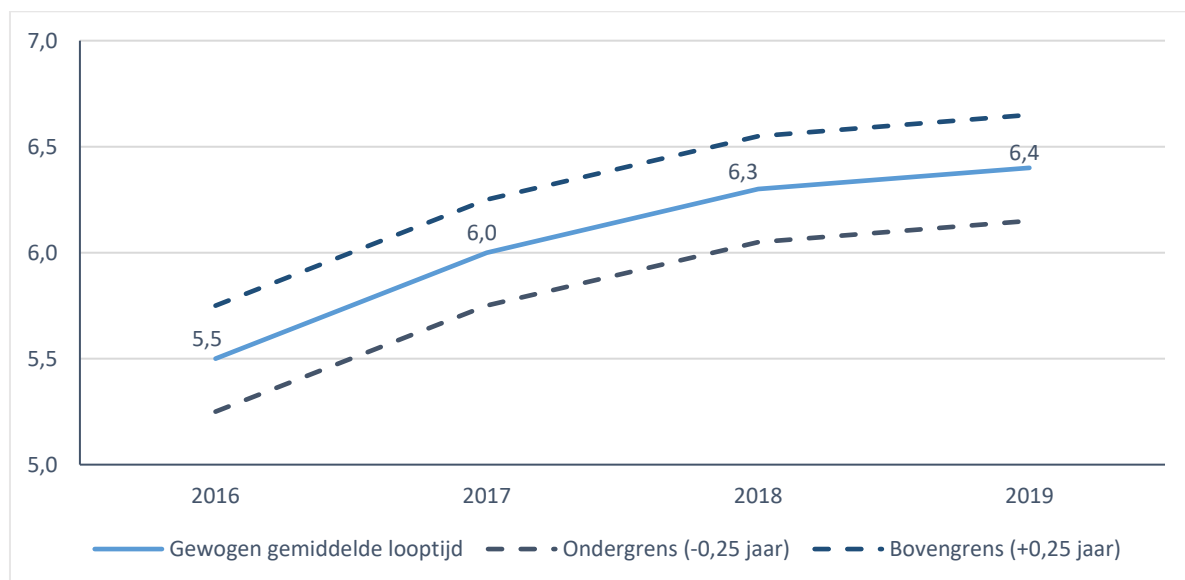
In paragraaf 3.3 is toegelicht dat de gemiddelde looptijd van de portefeuille van invloed is op het renterisico dat over een langere periode in de begroting gelopen wordt. De theorie is dat met een hogere gemiddelde looptijd een opwaartse renteschok door de tijd heen meer geleidelijk tot hogere rentelasten in de begroting leidt. Deze maatstaf wordt vaker door schuldmanagers gebruikt om het renterisico van een portefeuille op langere termijn te bepalen (Acceptabel).

De jaren voor 2015 kenmerkten zich door een toename van de schuld en een afname van de rentestanden tot historisch zeer lage niveaus. Door de looptijd van de portefeuille te verlengen kunnen relatief lage rentekosten voor langere tijd worden vastgelegd. Voor het renterisicokader 2016-2019 is berekend dat de optimale looptijd van de portefeuille gemiddeld 6,4 jaar is, waar deze eind 2015 nog 5,3 jaar was (Specifiek/Meetbaar).

Een portefeuille met een gemiddelde looptijd van 10 jaar heeft een hoger rentepercentage maar een kleiner renterisico dan een portefeuille met een gemiddelde looptijd van 5 jaar. Het renterisico is kleiner omdat het langer zal duren voordat een rentestijging volledig is doorgewerkt. Dit draagt bij aan begrotingsrust. In het renterisicokader 2016-2019 is een streefpad vastgelegd voor de verlenging van de gemiddelde looptijd (zie figuur 9 en eerder tabel 6 in hoofdstuk 3). De streefportefeuille kende begin 2016 een looptijd van 5,3 jaar en dit loopt op tot 6,4 jaar eind 2019 (Tijdgebonden).

In de praktijk kunnen zich onvoorziene afwijkingen in de looptijd voordoen door de fluctuaties in de schulduitgifte als gevolg van veranderingen in de begroting en in marktomstandigheden. Hierdoor kan in de praktijk niet in alle gevallen exact op de looptijd gestuurd worden. Om deze reden wordt zowel naar boven als naar beneden een marge van 0,25 jaar aangehouden voor de na te streven looptijd (Realistisch).

Figuur 11: Streefwaarden gemiddelde looptijd.



Bron: Agentschap van de Generale Thesaurie, Ministerie van Financiën

4.2.1.2 Het renterisicobedrag

In paragraaf 3.3 is het renterisicobedrag (RRB) toegelicht, dat ertoe dient de korte termijn risico's te beheersen. Het RRB is gebaseerd op het bedrag waarover in de eerstvolgende 12 maanden de rente opnieuw moet worden vastgesteld. Dit bedrag bestaat uit de schuld die binnen een jaar

geherfinancierd moet worden en het (netto) bedrag aan lopende renteswaps waarover de rente opnieuw moet worden vastgesteld.

Het renterisicobedrag wordt beïnvloed door vier factoren: het kassaldo (tegenvallers worden gefinancierd door middel van kortlopende schuld waardoor het RRB stijgt), de uitgifte van obligaties (deze zijn per definitie langer dan een jaar, dus zorgt een uitgifte voor een daling van het RRB), het voortijdig inkopen van obligaties (voortijdig inkopen wordt gedaan door middel van kortlopende schuld, waardoor het RRB stijgt als obligaties met een looptijd tussen de 12 en 24 maanden worden ingekocht) en het voortijdig beëindigen van receiverswaps (deze zorgen voor een daling van het bedrag waarover een variabele rente betaald moet worden en voor een daling van het onderpand; die beide zorgen voor een daling van het RRB).

Het renterisicobedrag wordt gemeten als percentage van de totale schuld. Het gemiddelde renterisicobedrag wordt gemaximeerd op een waarde die realistisch is gezien de (gewenste) omvang en samenstelling van de schuld (Realistisch) en die past bij een nagestreefde looptijd van de schuldportefeuille van 6,4 jaar. Ten tijde van het opstellen van het renterisicokader in 2015, moesten bij het toen geldende schuldniveau ieder jaar minstens twee kapitaalmarktleningen van € 15 miljard geherfinancierd worden. Ook de geldmarkt, waarbij gestreefd werd naar een omvang van ongeveer € 25 miljard moest jaarlijks geherfinancierd worden. Tezamen bedroeg dat ongeveer 15% van de staatsschuld. Gedurende een jaar komen hier mogelijk nog kastekorten bij. In 2015 is uitgegaan van kastekorten van rond 3% van de staatsschuld (ongeveer 1,5% bbp) (Specifiek). Een maximale waarde van het renterisicobedrag van 18% van de staatsschuld (15% herfinanciering + 3% kastekorten) werd toen dus als realistisch gezien.

In 2015 is dus vastgesteld dat het gemiddelde renterisicobedrag jaarlijks (Tijdgebonden) niet hoger mag worden dan 18% van de staatsschuld. Het renterisicobedrag over een geheel jaar wordt berekend door het gemiddelde te nemen van de waarden aan het eind van elke maand (Meetbaar). Doordat het renterisicobedrag wordt uitgedrukt als percentage van de staatsschuld is de maatstaf – en de maximale waarde daarvan – afhankelijk van de samenstelling en omvang van de schuldportefeuille. Dit betekent dat bij een andere samenstelling en omvang van de schuld ook de maximale waarde aan verandering onderhevig is. Gegeven een vaste streefomvang voor de geldmarkt betekent een daling van de staatsschuld een opwaartse druk op het RRB (noemereffect). Bij een lagere schuld en bij gelijkblijvende uitgangspunten van het financieringsbeleid hoort dan ook een hogere maximumwaarde van het RRB. Hierdoor is het mogelijk dat het absolute bedrag dat jaarlijks geherfinancierd moet worden niet verandert, terwijl het RRB (als percentage van de staatsschuld) toeneemt. Dat het RRB is gedefinieerd in procenten van de staatsschuld komt de eenduidigheid van de risico indicator niet ten goede.

Conclusie is dat de in het renterisicokader van 2016 – 2019 geïntroduceerde risicomatstaven voldoende SMART zijn en dat de risico-indicator RRB aan eenduidigheid zou kunnen winnen. Dit zou gerealiseerd kunnen worden door het RRB niet te relateren aan de staatsschuld, maar aan bijvoorbeeld het bbp, zodat dit ook meer in lijn ligt met maatstaven als het EMU-saldo en EMU-schuld, die eveneens worden uitgedrukt als percentage van het bbp. Een andere mogelijkheid is om het RRB als absoluut bedrag uit te drukken en bijvoorbeeld te indexeren aan het bbp of de omvang van de begroting.

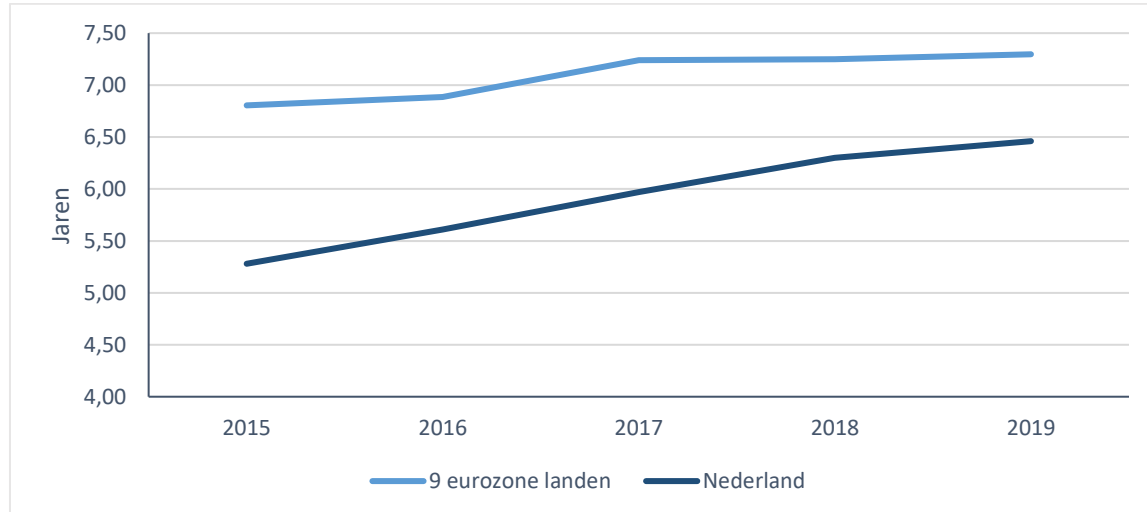
4.2.2 Internationale vergelijking

Ook andere Eurozonelanden hanteren risico-indicatoren bij de financiering van hun staatsschuld. Een aantal van deze indicatoren lijkt op risico-indicatoren als RRB en gemiddelde looptijd die Nederland hanteert, maar is daaraan niet altijd identiek. Sommige landen gebruiken duratie⁴⁷ als belangrijkste risico-indicator, of hebben een benchmarkportefeuille (met een bepaalde looptijd) die wordt nagestreefd. Deze paragraaf bespreekt algemene trends die in andere landen te zien zijn in de twee risico-indicatoren die Nederland hanteert. Omdat tussen landen (soms grote) verschillen bestaan t.a.v. bijvoorbeeld de rating, het schuldniveau, de renteontwikkeling en de economische en budgettaire vooruitzichten is het lastig op basis van de bevindingen conclusies te trekken. Ieder land maakt de keuzes die het passend vindt voor zijn eigen situatie. Deze paragraaf is dan ook alleen bedoeld om een idee te geven van hoe Nederland presteert t.o.v. andere landen.

Looptijd

In figuur 12 is het verloop weergegeven van de (ongewogen) gemiddelde looptijd van de schuldportefeuille van negen eurozonelanden⁴⁸ en van Nederland. Te zien is dat gemiddeld de looptijd van deze landen is gestegen met 0,49 jaar, naar ongeveer 7,3 jaar in begin 2019. De gemiddelde looptijd van de Nederlandse portefeuille steeg in die periode met 1,18 jaar. Ook is te zien dat de gemiddelde looptijd van Nederland in 2015 ongeveer 1,5 jaar lager was dan het gemiddelde van deze negen landen en dat de looptijden zich naar elkaar toe hebben bewogen. Twee landen hadden begin 2019 een lagere gemiddelde looptijd dan Nederland, de rest had een looptijd die iets langer was. Dit laat zien dat zowel het niveau als de trend van de gemiddelde looptijd van de Nederlandse portefeuille in lijn zijn met andere eurozone landen.

Figuur 12: Ongewogen gemiddelde looptijd 9 eurozonelanden en Nederland (average time to refixing)¹.



Bron: Agenschap van de Generale Thesaurie, Ministerie van Financiën. ¹2019 is tot 31 maart.

Renterisicobedrag

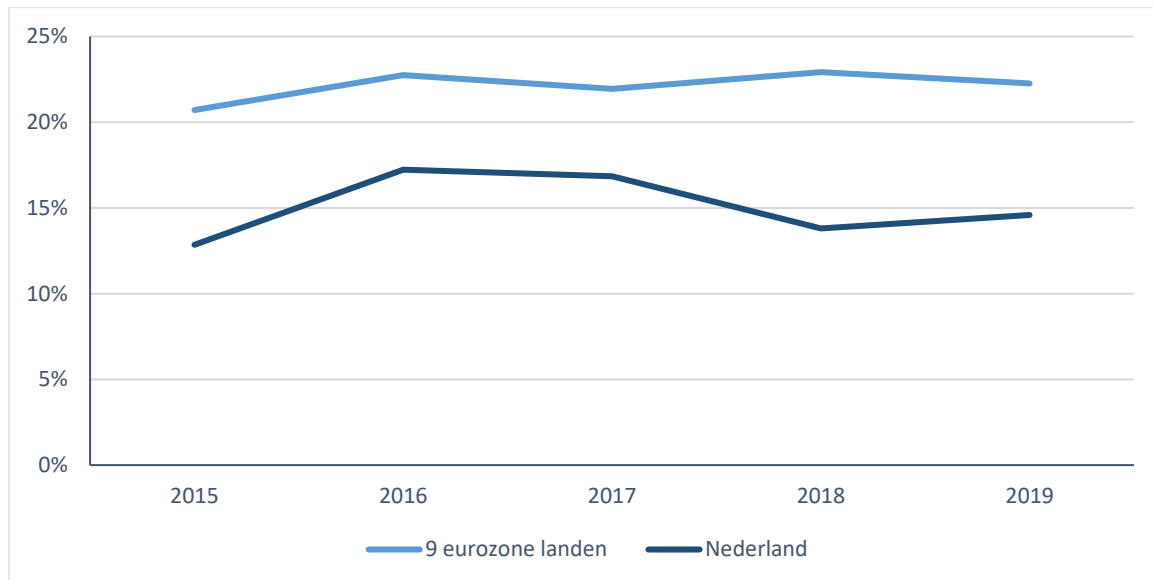
Het gemiddelde renterisicobedrag van de negen eurozone landen is de afgelopen vijf jaar redelijk stabiel gebleven en bewoog zich tussen 21% en 23%. Het Nederlandse RRB voor de periode 2016-2019 bedraagt maximaal 18% en is de gehele periode onder deze grens gebleven. Eén ander land had een

⁴⁷ Duratie is een maatstaf voor rentegevoeligheid van obligaties, die is afgeleid van de looptijd. Hoe langer de resterende looptijd, des te sterker obligatiekoersen reageren op een renteverandering en hoe hoger de duratie. Zo betekent een duratie van 5 dat bij een stijging van de rente met 1% de koers van de obligatie zal zakken met 5% en omgekeerd.

⁴⁸ Deze negen landen zijn gekozen vanwege hun omvang en/of omdat ze qua omvang van economie/schuld het beste vergelijkbaar zijn met Nederland. De landen betreffen: België, Duitsland, Finland, Frankrijk, Ierland, Italië, Oostenrijk, Portugal, Spanje.

lager RRB dan Nederland, 8 landen scoren hoger dan Nederland. Drie andere landen hadden een RRB onder het maximum van 18% dat Nederland hanteert. Het Nederlandse RRB ligt dus in de buurt van, maar onder het gemiddelde van de negen andere Eurolanden.

Figuur 13: Gemiddelde renterisicobedrag 9 eurozone landen en Nederland (refixing risk 1y)¹.



Bron: Agenschap van de Generale Thesaurie, Ministerie van Financiën. ¹2019 is tot 31 maart.

Een conclusie op basis van bovenstaande internationale vergelijking van indicatoren is moeilijk te trekken, vooral omdat situaties per land verschillen. Ook kunnen verschillen in risicopreferentie tussen landen tot andere keuzes leiden. Het feit dat Nederland een kortere gemiddelde looptijd heeft dan de andere landen, kan erop duiden dat Nederland zijn schuld goedkoper heeft gefinancierd (immers, kortere looptijd betekent in de regel lagere rentekosten), maar ook meer risico heeft gelopen. Anderzijds lijkt een lager RRB er weer op te duiden dat Nederland op de korte termijn risico-averser is geweest dan het gemiddelde van de eurolanden. Tegelijkertijd kan geconcludeerd worden dat de risico-indicatoren die Nederland hanteert redelijk in overeenstemming zijn met de waarden die andere Europese landen hanteren.

4.2.3 Tussenconclusie

Ter invulling van de aanbeveling uit de beleidsdoorlichting 2015 om eenduidige risicomatstaven vast te stellen, heeft het Agenschap in de periode 2016-2019 zijn renterisicokader gebaseerd op twee indicatoren: de gemiddelde looptijd van de portefeuille, dat iets zegt over de renterisico's op de lange termijn, en het renterisicobedrag (RRB), dat een maatstaf is voor de renterisico's op de korte termijn. Wanneer 'eenduidig' wordt ingevuld als SMART (Specifiek/Meetbaar, Acceptabel, Realistisch en Tijdgebonden), kan geconstateerd worden dat de indicator gemiddelde looptijd zoals het Agenschap die heeft gehanteerd, SMART is: de gemiddelde looptijd, is een internationaal geaccepteerde maatstaf om de renterisico's op de lange termijn te monitoren en beheersen die ook door andere schuldmanagers wordt gebruikt (Acceptabel). De gemiddelde looptijd van 6,4 jaar eind 2019 die voor het Agenschap de gewenste afruil tussen kosten en risico weergeeft, is gebaseerd op kwantitatieve berekeningen (Specifiek/Meetbaar). Daarbij heeft het Agenschap een streefpad geformuleerd om vanaf 2015, toen de nog 5,3 jaar was, geleidelijk te verlengen naar 6,4 (Tijdgebonden), met een marge van +/- 0,25 jaar (Realistisch) per jaar.

Ook het RRB is SMART, maar kan aan eenduidigheid winnen. Het RRB is een percentage van de totale schuld en het gekozen percentage van 18% vertegenwoordigt een waarde die realistisch werd geacht gezien de gewenste omvang en samenstelling van de schuld (Realistisch). Het RRB is eind 2015 berekend op basis van het toen geldende schuldniveau, gewenste volumes van de kapitaalmarkt en de geldmarkt, aangevuld met mogelijke kastekorten (Specifiek). Het gemiddelde renterisicobedrag van maximaal 18% geldt jaarlijks en wordt elk jaar berekend door het gemiddelde te nemen van de waarden aan het eind van elke maand (Tijdgebonden en Meetbaar).

Doordat het RRB wordt uitgedrukt als percentage van de staatsschuld, is de hoogte van het RRB afhankelijk van de samenstelling en de omvang van de schuldportefeuille. Zo loopt het RRB automatisch op als de geldmarkt gelijk blijft terwijl de staatsschuld afneemt (noemereffect). Oftewel, zelfs als in absolute termen het bedrag dat jaarlijks geherfinancierd moet worden gelijk blijft, kan het RRB (als percentage van de staatsschuld) toenemen. Het voorgaande komt niet ten goede aan de eenduidigheid van het RRB en het valt te overwegen andere alternatieven te onderzoeken, bijvoorbeeld een RRB gerelateerd aan de omvang van het BBP of een RRB gebaseerd op een absoluut bedrag.

Ook een aantal andere eurozonelanden⁴⁹ hanteert (kwantitatieve) risico-indicatoren, die soms vergelijkbaar zijn aan de indicatoren gemiddelde looptijd en RRB die het Agentschap hanteert. Over het algemeen geldt dat de gemiddelde looptijden van de schuldportefeuilles in die landen in 2016-2019 is toegenomen, net als in Nederland, waarbij door de Nederland gehanteerde looptijd ongeveer 1,5 jaar lager was dan het gemiddelde van de andere landen. Het Nederlandse RRB ligt in de buurt van, maar net onder de waardes in de andere landen. Hoewel de waardes die Nederland hanteert redelijk in overeenstemming zijn met de waardes die andere Eurozone landen hanteren, kan uit deze vergelijking moeilijk een conclusie worden getrokken, omdat elk land een eigen (economische) context en risicopreferentie heeft die tot andere keuzes leidt.

4.3 De gevolgde swapstrategie

In hoofdstuk 2 en 3 is het gebruik van renteswaps door het Agentschap toegelicht. In de periode 2016-2019 zijn swaps voortijdig beëindigd om de looptijd- en RRB-doelstellingen te realiseren. Mede door *receiverswaps* voortijdig te beëindigen is de looptijd van de portefeuille verlengd tot naar verwachting 6,4 jaar eind 2019 (+/- een onzekerheidsmarge van 0,25 jaar) en is het RRB jaarlijks op maandbasis gemiddeld onder de 18% gehouden.

Een van de aanbevelingen uit de vorige beleidsdoorlichting was de afhankelijkheid van swaps te verminderen. Of aan deze aanbeveling is voldaan, kan op twee manieren worden bekeken:

1. Is de omvang van de swapportefeuille afgenomen, waardoor je in de toekomst minder risico loopt als gevolg van nadelen die gepaard gaan met een omvangrijke swapportefeuille? Dit is een doeltreffendheidsvraagstuk.
2. Was het mogelijk om de doelstelling te bereiken zonder inzet van swaps of voortijdige beëindiging daarvan, bijvoorbeeld door aanpassingen uitgiftebeleid of inzet van voortijdig inkoop van schuld? Dit is een doelmatigheidsvraagstuk. Hierbij zal ook geanalyseerd worden wat de gerealiseerde looptijd en RRB zouden zijn geweest als er geen swaps voortijdig waren beëindigd en de uitgiftestrategie niet was aangepast.

Beide aspecten worden in dit hoofdstuk onderzocht. Tevens zal, in het kader van doelmatigheid, onderzocht worden of de doelstellingen ook gerealiseerd hadden kunnen worden met een andere

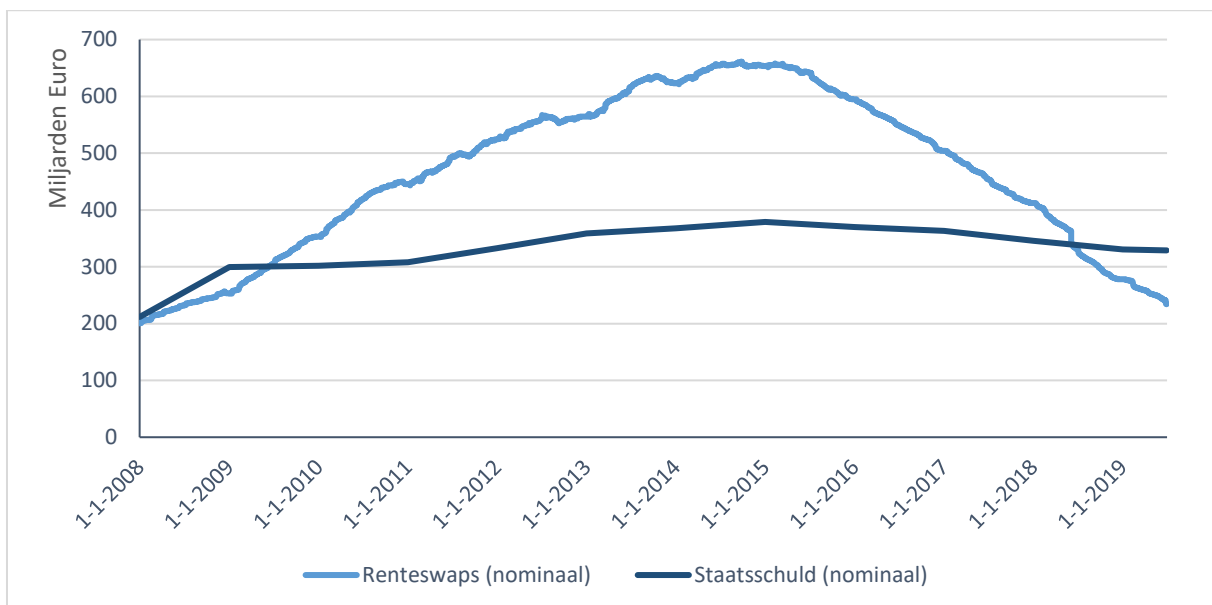
⁴⁹ België, Duitsland, Finland, Frankrijk, Ierland, Italië, Oostenrijk, Portugal en Spanje.

swapstrategie, bijvoorbeeld door het afsluiten van nieuwe payerswaps in plaats van receiverswaps voortijdig te beëindigen.

4.3.1 Ontwikkeling omvang swapportefeuille

In figuur 12 is te zien dat de nominale omvang van de renteswapportefeuille is opgelopen van ongeveer de omvang van de staatsschuld begin 2008 tot ongeveer twee keer de omvang van de staatsschuld in 2015 (ruim € 650 mld. op het hoogtepunt). Dit is het gevolg geweest van het renterisicobeleid in die periode, waarin de rente op nieuwe schulduitgiften via swaps werd omgezet naar een gewenste 7-jaarsrente. In de praktijk betekende dit dat er voor iedere uitgifte twee swaps nodig waren: 1) een *receiverswap*, waarop vaste rente wordt ontvangen en variabele rente wordt betaald, om de vaste rente van de desbetreffende uitgifte om te zetten naar een variabele rente en 2) een *payerswap*, waarop vaste rente wordt betaald en variabele rente wordt ontvangen, om de variabele rente om te zetten naar de gewenste 7-jaarsrente.⁵⁰ Hiermee bereikte het Agentschap een gemiddelde looptijd voor de portefeuille van 3,5 jaar.

Figuur 14: Renteswap- en schuldportefeuille Nederlandse Staat



Bron: Agentschap van de Generale Thesaurie, Ministerie van Financiën.

De beleidsdoorlichting 2015 bevatte de aanbeveling om minder afhankelijk te worden van swaps. Om die reden – en ingegeven door de wens om de historisch lage rentes voor een langere tijd vast te leggen en daarmee meer budgettaire zekerheid te creëren – heeft het Agentschap in het beleidskader van 2016-2019 een strategie opgenomen, gericht op verlenging van de looptijd en op vermindering van afhankelijkheid van swaps. Ten eerste was het Agentschap - vanwege de historisch lage rentes - al sinds 2012 gestopt met het standaard ‘terugswappen’ van lange leningen naar de 7-jaarsrente. Ten tweede zijn er gedurende de periode 2016-2019 geen nieuwe lange swaps meer afgesloten. Ten derde zijn in deze periode op grote schaal bestaande *receiverswaps* voortijdig beëindigd om de looptijd verder te verlengen⁵¹. Hiermee is gestuurd op verlenging van de gemiddelde looptijd van 5,0 jaar begin 2016 tot een gewenste 6,4 jaar eind 2019 (zie ook tabel 6). Ook diende het beëindigen van

⁵⁰ Zie ook de vorige beleidsdoorlichting *Evaluatie risicomanagement van de staatsschuld 2012-2015*: <https://www.dsta.nl/onderwerpen/risicomanagement/documenten/publicaties/2015/06/19/evaluatie-ricomanagement-van-de-staatsschuld-2012-2015>

⁵¹ Door *receiverswaps* voortijdig te beëindigen vielen betalingen gebaseerd op een variabele (korte) rente en ontvangsten gebaseerd op een vaste (lange) rente vrij, waardoor de looptijd van de portefeuille is verlengd.

receiverswaps ertoe om het RRB onder een gestelde limiet van 18% te houden en het kortermijn renterisico te beperken.⁵² Zowel de looptijd als RRB doelstellingen zijn met behulp van deze swapstrategie behaald voor de jaren 2016, 2017 en 2018 en naar verwachting 2019.

Als gevolg van het beleid van de afgelopen jaren en door natuurlijk verloop van de swapportefeuille is de omvang van de swapportefeuille in snel tempo afgenomen. In figuur 12 is te zien dat de swapportefeuille nu onder het niveau van de omvang van de staatsschuld ligt. De totale nominale omvang van de swapportefeuille was € 234 mld. halverwege 2019 terwijl de staatsschuld op dat moment € 329 mld. bedroeg. Ten opzichte van het hoogtepunt in 2014 (rond de € 660 mld.) is de swapportefeuille meer dan gehalveerd. Het Agentschap is dus zichtbaar minder blootgesteld aan swaps dan voor aanvang van het beleidskader, waardoor geconcludeerd kan worden dat het minder afhankelijk is geworden van swaps.

Gevolg is dat risico's voortkomend uit de swapportefeuille zijn afgenomen. Nuance hierbij is dat het bedrag waarover netto risico wordt gelopen veel kleiner is dan de totale nominale omvang van de swapportefeuille omdat *payer* en *receiverswaps* deels tegen elkaar wegvallen. Een *payerswap* gaat gepaard met een ontvangst van een variabele rente, een *receiverswap* met het betalen van (dezelfde) variabele rente. De totale bruto omvang van de swapportefeuille van € 234 mld halverwege 2019 bestond voor € 131 mld. uit *payerswaps* en € 104 mld. aan *receiverswaps*. De netto swappositie bedroeg dus een *payer* positie van 'slechts' € 27 mld. Over deze netto *payer* positie wordt de variabele rente ontvangen (en een vaste rente betaald). De netto swappositie is gedaald tijdens het beleidskader, van € 46 mld. begin 2016 tot € 27 mld. halverwege 2019, waardoor ook hieruit geconcludeerd kan worden dat de risico's voortkomend uit de swapportefeuille zijn afgenomen. De daling komt voort uit het feit dat er meer *payerswaps* afliepen dan *receiverswaps* en er enkel *receiverswaps* zijn beëindigd.

Eén van die risico's voortkomend uit de swapportefeuille is kredietrisico, oftewel het risico dat de tegenpartij zijn betaalverplichtingen op de swaps niet nakomt. Zoals aangegeven in hoofdstuk 3 wordt dit risico door het Agentschap reeds gemitigeerd door alleen swaps af te sluiten met de meest kredietwaardige PD's en deze PD's verplicht onderpand te laten storten als de swaps voor de Staat positieve marktwaarde hebben. Het kredietrisico is echter verder verkleind doordat de swapportefeuille in zijn geheel is afgebouwd en doordat de netto positie van de swapportefeuille is teruggebracht.

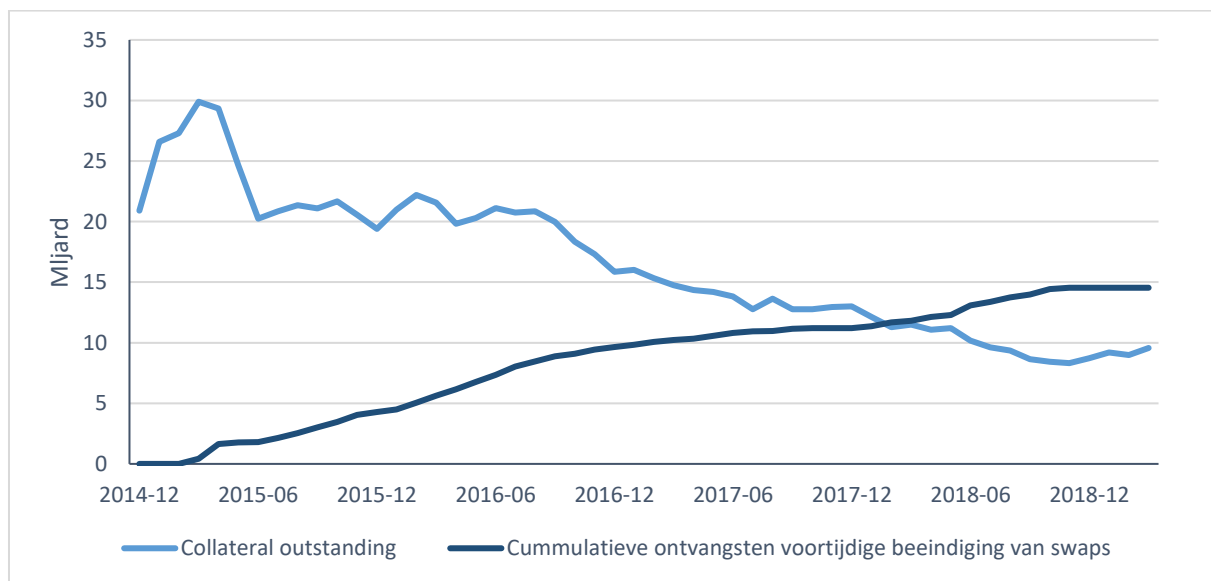
Een ander risico voortkomend uit de swapportefeuille is het marktrisico dat gelopen wordt op de swaps. Dit is het natuurlijke gevolg van renteschommelingen waardoor veranderingen optreden in de waarde van swaps en daarmee in de omvang van het onderpand dat het Agentschap in beheer heeft. Veranderingen in het onderpand hebben invloed op de financieringsbehoefte. Wanneer de marktwaarde van een swappositie met een tegenpartij vanuit de Staat gezien positiever wordt, stort de tegenpartij extra onderpand. Omdat dit onderpand wordt aangewend als (korte) financiering van de staatsschuld daalt het beroep op de markt en daarmee de financieringsbehoefte. Omgekeerd geldt dat wanneer de marktwaarde van een swappositie met een tegenpartij vanuit de Staat gezien minder positief wordt, onderpand vrijvalt (teruggestort wordt) en de financieringsbehoefte toeneemt (i.c. de Staat moet middelen aantrekken om het onderpand terug te betalen). Een geringere omvang van het onderpand zorgt in beginsel voor geringere schommelingen in de financieringsbehoefte.

De waarde van een swap is niets meer dan de netto contante waarde van alle verwachte toekomstige rentebetalingen en -ontvangsten. Bij de *receiverswaps* die beëindigd zijn betrof het positieve

⁵² Door *receiverswaps* voortijdig te beëindigen werd netto minder variabele (korte) rente betaald, waardoor het aandeel van de schuld waarvoor binnen 12 maanden de rente opnieuw moest worden vastgesteld ten opzichte van de totale schuld (het RRB) daalde.

marktwaarde, vanwege de op dat moment relatief hoge te ontvangen vaste rente t.o.v. de actuele marktrente. Het voortijdig beëindigen van *receiverswaps* met een positieve marktwaarde heeft gezorgd voor een daling van het onderpand, zonder dat het invloed heeft gehad op de financieringsbehoefte. In feite heeft het Agentschap de balans verkort door de positieve marktwaarde van de swaps (de activa) voortijdig te realiseren en dus het onderpand (de passiva) vrij te laten vallen. In plaats van per saldo (naar verwachting) renteontvangsten in toekomstige jaren te realiseren, is de netto contante waarde hiervan in één keer gerealiseerd. Deze inkomsten staan gelijk aan het onderpand dat is vrijgevallen en hebben de staatsschuld met eenzelfde bedrag verlaagd (i.c. het onderpand is niet langer onderdeel van de staatsschuld).

Figuur 15: Verloop onderpand in beheer vs. cumulatieve inkomsten uit voortijdig beëindigen van swaps¹.



Bron: Agentschap van de Generale Thesaurie, Ministerie van Financiën. ¹Data loopt tot eind maart 2019.

In figuur 13 is de verhouding tussen het onderpand in beheer en de cumulatieve inkomsten uit het voortijdig beëindigen van *receiverswaps* weergegeven vanaf begin 2015 tot begin 2019. Te zien is dat het onderpand begin 2015 ruim € 20 mld. bedroeg, daarna (onder invloed van fors dalende rentes) opliep tot ongeveer € 30 mld. in maart 2015 en vervolgens is gedaald tot € 9,5 mld. in maart 2019. De flinke daling in het onderpand kan grotendeels verklaard worden door het beëindigen van *receiverswaps* met een positieve marktwaarde. Hiermee is cumulatief vanaf begin 2015 tot eind maart 2019 bijna € 15 mld. aan inkomsten gerealiseerd, wat het onderpand (en de staatsschuld) met eenzelfde bedrag heeft gereduceerd.

Tijdens de afgelopen beleidsperiode is de rente – zoals beschreven in paragraaf 2.5 – redelijk stabiel gebleven en zelfs licht gedaald. Een lagere rente leidt juist tot meer onderpand in beheer omdat dit de marktwaarde van *receiverswaps* verhoogt. Weliswaar verlaagt een dalende rente de marktwaarde van *payerswaps*, maar de *receiverswaps* die het Agentschap bezit hebben over het algemeen een langere looptijd dan de *payerswaps* en zijn daardoor gevoeliger voor marktontwikkelingen (waardoor ze een grotere bijdrage leveren aan de marktwaarde van de totale swapportefeuille). Dit verklaart de oploop in het onderpand tot 30 mld. in maart 2015. Het verklaart ook het feit dat het onderpand van een niveau van € 20 mld. begin 2015 niet is afgenomen tot € 5 mld. eind maart 2019 – gezien inkomsten van € 15 mld. uit het beëindigen van *receiverswaps* – maar tot ‘slechts’ € 10 mld.

Geconcludeerd kan dus worden dat door *receiverswaps* voortijdig te beëindigen het onderpand in beheer is afgenomen. Het effect van schommelingen in de waarde van het onderpand op de korte termijn financieringsbehoefte is daarmee ook afgenomen. Door de kleinere swapportefeuille en de lagere netto positie van de swapportefeuille is het Agentschap ook minder blootgesteld aan marktrisico op swaps en daardoor minder gevoelig geworden voor toekomstige renteschommelingen. Uit beide uitkomsten is op te maken dat het Agentschap, conform doelstelling, minder afhankelijk is geworden van swaps.

Overigens zij opgemerkt dat de reductie in het marktrisico als gevolg van de beëindigingen van *receiverswaps* zowel de 'downside' dat de swapportefeuille minder waard zou kunnen worden als de 'upside' dat de waarde verder zou kunnen stijgen heeft verkleind. Een vroegtijdige beëindiging van een swap wordt gedaan op basis van op dat moment geldende rentes, zoals ook schulduitgifte wordt gedaan tegen de dan geldende rentes. Het beëindigen van een swap op een ander moment kan een hogere of lagere marktwaarde opleveren, zoals ook het eerder of later plaatsen van schuld hogere of lagere rentekosten met zich mee kan brengen.

Daarmee is de vraag of het voortijdig beëindigen van *receiverswaps* (en dus de reductie in het marktrisico) de afgelopen beleidsperiode voordelig heeft uitgepakt ten opzichte van het niet beëindigen van *receiverswaps*, niet onderzocht. Een dergelijk inzicht heeft geen toegevoegde waarde voor het maken van toekomstig beleid en hangt samen met de ontwikkeling van de rente (hetgeen zeer moeilijk te voorspellen is). Het beleid is daarentegen gericht op het verwezenlijken van de doelstellingen van risicomanagement (looptijd van 6,4 eind 2019 en RRB van maximaal 18% van de staatsschuld). Het voortijdig beëindigen van swaps is een belangrijk instrument geweest om die doelstellingen te verwezenlijken. Door beëindigingen, net als schulduitgiftes, in de tijd te spreiden wordt verzekerd dat over een langere periode gemeten de 'gemiddelde' marktwaarde wordt ontvangen respectievelijk de 'gemiddelde' rente wordt betaald. Uit marktrisico-oogpunt is dit de te prefereren strategie. Het Agentschap heeft dit de afgelopen beleidsperiode bereikt door periodiek een schema vast te stellen met kwantitatieve doelstellingen voor de nominale omvang van te beëindigen *receiverswaps* en de looptijd daarvan. Schema's werden voor periodes van steeds twee weken opgesteld; periodiek (meestal maandelijks of per kwartaal) werd gezien of het schema bijstelling behoefde om de renterisico-doelstellingen te halen. Binnen de schema's die periodiek werden opgesteld heeft de front office de ruimte om de momenten van vroegtijdige beëindigingen en de keuze van de exacte looptijd zo goed mogelijk af te stemmen op de marktomstandigheden. In combinatie met het beleid dat vroegtijdige beëindigingen altijd in competitie worden afgesloten (i.c. er worden altijd minimaal 2 tegenpartijen om prijsoffertes gevraagd) wordt hiermee een zo doelmatig mogelijke uitvoering nagestreefd. Het formuleren van een expliciete benchmark waaraan de uitvoering kan worden afgemeten zou het mogelijk maken de doelmatigheid ook daadwerkelijk te meten en kan tegelijkertijd een prikkel vormen om de doelmatigheid verder te verbeteren.

4.3.2 Sturen op renterisicodoelstellingen zonder swaps

Vraag is of de looptijd en RRB doelstellingen in de periode 2016-2019 ook bereikt hadden kunnen worden zonder enige inzet van swaps of de voortijdige beëindiging ervan. Alhoewel geen nieuwe swaps op de kapitaalmarkt zijn afgesloten tijdens de periode 2016-2019, was het Agentschap nog wel afhankelijk van de (bestaande) swapportefeuille om de renterisicodoelstellingen te bereiken. Immers, door *receiverswaps* te beëindigen kon geleidelijk gestuurd worden op een gemiddelde looptijd van 6,4 jaar eind 2019 en kon het RRB op jaarbasis gemiddeld onder de 18% worden gehouden. Dit was op basis van enkel schulduitgiftes zeer lastig dan wel onmogelijk geweest (zie ook tabel 9 in paragraaf 3.3.2).

In de eerste plaats had dit betekent dat om de doelstelling om de gemiddelde looptijd verlengen te bereiken, DSL's met een langere looptijd uitgegeven hadden moeten worden dan in de periode 2016-2019 is gedaan. Zo hadden de 5-jaars DSL en de 7-jaars DSL die uitgegeven zijn een veel langere looptijd moeten krijgen, bijvoorbeeld 30 jaar. Hiermee zou het financieringsbeleid expliciet gekoppeld zijn aan het renterisicokader. Keerzijde van een dergelijke koppeling is, dat schulduitgiften die nodig zouden zijn om de doelstellingen van het renterisicokader te halen niet per se de schulduitgiften zouden zijn waar de markt op dat moment behoefte aan heeft. Daarnaast zou door het financieringsbeleid afhankelijk te maken van bepaalde renterisicodoelstellingen – in dit geval ten aanzien van RRB en gemiddelde looptijd – automatisch ingeleverd worden op de consistentie van het financieringsbeleid. Het Agentschap kan zich dan in (veel) mindere mate committeren aan een voorspelbaar uitgiftepatroon, zoals ieder jaar een nieuwe 10-jaars lening of eens in de vier tot vijf jaar een nieuwe lange lening (langer dan 10 jaar). Het voeren van een consistent financieringsbeleid is juist conform richtlijnen voor schuldmanagement van het IMF en de Wereldbank en tevens één van de aanbevelingen van SEO (zie ook hoofdstuk 5). Het moet bijdragen aan een lagere risicopremie en daarmee een lagere rente voor de Staat. Via de inzet van swaps kunnen financieringsbeleid en renterisico-overwegingen in beginsel los worden gekoppeld.

Een minder gangbare methode om de looptijd te sturen zonder de inzet van swaps is het inkopen van uitstaande leningen (zie ook paragraaf 2.1).⁵³ Leningen met een relatief korte resterende looptijd zouden bijvoorbeeld ingekocht kunnen worden en daarvoor in de plaats zouden leningen met een langere looptijd uitgegeven kunnen worden om de gemiddelde looptijd van de portefeuille conform doelstelling te verlengen. Bijkomstigheid is dat dit ook bijdraagt aan liquiditeit in de nieuw uit te geven kapitaalmarktleningen (ten koste van liquiditeit in de ingekochte leningen). Het is de vraag in hoeverre dit op significante schaal gedaan kan worden zonder prijsconcessies te doen, in het bijzonder in een klimaat waarin ook de centrale bank Nederlandse schuld opkocht. Daarnaast betekent het inkopen van schuld met relatief hogere couponrentes uit het verleden een directe stijging van de staatsschuld; inkooprijzen zullen, gegeven de relatief lage markttrentes, immers boven par liggen. Dat hier weliswaar lagere rentelasten tegenover staan in toekomstige jaren laat onverlet dat deze 'last' in één keer genomen dient te worden. Voorts zorgt het verlengen via inkopen – net als bij reguliere schulduitgiften – voor een expliciete koppeling tussen uitgiften en risico management; de vraag is in hoeverre dat mogelijk is zonder al te veel in te leveren op consistentie van het financieringsbeleid en het commitment om liquiditeit van Nederlandse staatsleningen te waarborgen.

Tot slot resteert nog de mogelijkheid om financiering op de geldmarkt te verkleinen en in plaats daarvan kapitaalmarktleningen uit te geven om de gemiddelde looptijd van de staatsschuld te verlengen. Dit gaat echter voorbij aan het feit dat de geldmarkt dient als buffer om fluctuaties in het kassaldo op te vangen en dus – in ieder geval tot op zekere hoogte – resistent moet zijn voor de doelstellingen van het renterisicokader.

Voor zover het mogelijk was geweest op efficiënte en verantwoorde wijze de verlenging van de looptijd van de portefeuille te bereiken zonder de inzet van swaps, resteert nog de vraag of ook de RRB-doelstelling van maximaal 18% gerealiseerd had kunnen worden zonder de inzet van swaps. Een snel rekenvoorbeeld maakt duidelijk dat dit niet haalbaar was geweest zonder flink in te leveren op de geldmarkt: om de hoogte van het RRB te bepalen, wordt gekeken naar de omvang van de geldmarktleningen⁵⁴, inclusief onderpand, en kapitaalmarktleningen die binnen een jaar aflossen. Dit bedrag wordt afgezet tegen de totale omvang van de staatsschuld. Voor het beleidskader 2016-2019

⁵³ Momenteel worden leningen alleen voortijdig ingekocht om cash management redenen, bijvoorbeeld om overtollige middelen te besteden of alvast voor te sorteren op een significante aflossing die gaat plaatsvinden.

⁵⁴ De swapportefeuille wordt hier niet meegerekend.

werd een RRB-percentages van 18% het maximale korte termijnrisico weer te geven. Echter, zonder bijsturing zou het RRB bij aanvang van het beleidskader 2016 al 21% zijn geweest, gezien de omvang van de geldmarkt (€ 25 mrd⁵⁵), het onderpand dat toen in beheer was ter hoogte van ongeveer € 20 mld. en kapitaalmarktliquidaties die binnen een jaar moesten plaatsvinden van ongeveer € 30 mld.; Oftewel in totaal ongeveer € 75 mrd. De staatschuld bedroeg ongeveer € 350 mld, waardoor begin 2016 het RRB ca. 21 % zijn geweest (€ 75 mld. / € 350 mld.). Een significante afname van schuldfinanciering op de geldmarkt zou nodig zijn geweest om toch onder het plafond van 18% te geraken en blijven. Dit zou niet samen zijn gegaan met een effectief kasbeheer waarin een voldoende liquide geldmarkt nodig is om onverwachte mee- en tegenvallers in de financieringsbehoefte op te kunnen vangen. Kortom, andere sturingsmechanismen zijn noodzakelijk geweest om de RRB-doelstelling te halen.

Net als voor het bijsturen van de gemiddelde looptijd had voor het bijsturen van het RRB ook gekeken kunnen worden naar het inkopen van uitstaande leningen. Kapitaalmarktleningen die op korte termijn aflopen en daardoor in het RRB vallen⁵⁶ zouden ingekocht kunnen worden om daarvoor in de plaats langere kapitaalmarktleningen uit te geven. Ook hiervoor geldt dat het een expliciete koppeling zou leggen tussen financieringsbeleid en risico management en dat het niet vanzelfsprekend is dat dit op grote schaal zou kunnen zonder in te leveren op consistentie van het financieringsbeleid. Een meer voor de hand liggende methode waar minder restricties aan zitten is, zoals gezegd, de inzet van swaps.

4.3.3 Sturen op renterisicodoelstellingen met een alternatieve swapstrategie

Een in theorie voor de hand liggend alternatief voor het beëindigen van bestaande *receiverswaps* is het afsluiten van nieuwe *payerswaps*. Beide hebben bij benadering hetzelfde effect op de risicomaatstaven waarop gestuurd wordt (een verhoging van de gemiddelde looptijd en verlaging van het RRB). De inzet van nieuwe *payerswaps* in plaats van het beëindigen van *receiverswaps* is door het Agentschap tussentijds geanalyseerd (oktober 2017). Op basis van de analyse is uiteindelijk de voorkeur gegeven aan het voortijdig beëindigen van *receiverwaps*. Belangrijkste redenen daarvoor waren dat tegenpartijen meer geïnteresseerd waren in het voortijdig beëindigen van *receiverswaps* dan het afsluiten van nieuwe *payerswaps*; de verwachting was dat dit iets lagere transactiekosten zou betekenen en dus een betere prijs. Daarnaast was het gezien de wens om minder afhankelijk te worden van swaps een voordeel dat met het voortijdig beëindigen van *receiverswaps* de omvang van de swapportefeuille afgebouwd kon worden. Ook konden door vroegtijdige beëindigingen hoge marktwaardes (als gevolg van de lage rentes) worden vastgelegd en kon de staatsschuld worden verminderd. Daarnaast waren vroegtijdige beëindigingen een manier om voor een aantal partijen het tegenpartijrisico te reduceren.

Tot slot kan opgemerkt worden dat het beëindigen van *receiverswaps* vanwege het vrijvallen van onderpand een iets groter verlagend effect heeft gehad op het RRB en iets groter verhogend effect heeft gehad op de gemiddelde looptijd dan wanneer enkel *payerswaps* gebruikt waren. Reden is dat op het onderpand een korte rente betaald wordt (gebaseerd op de daggeldrente) en onderpand daarom tot geldmarktfinanciering wordt gerekend. Wanneer onderpand vrijvalt, valt er dus geldmarktfinanciering met betalingen gebaseerd op de korte rente weg, waardoor het RRB verder afneemt en de looptijd verder toeneemt. Gesteld kan dus worden dat met het afsluiten van nieuwe *payerswaps* een groter nominaal bedrag aan swaps nodig zou zijn om hetzelfde te bereiken als met het beëindigen van *receiverwaps*. Op basis hiervan en op basis van de overwegingen die hierboven zijn genoemd kan voorzichtig gesteld worden dat het beëindigen van *receiverswaps* minstens zo efficiënt

⁵⁵ De omvang voor de geldmarkt van €25 mrd wordt nagestreefd om de geldmarkt voldoende liquide te houden.

⁵⁶ Kapitaalmarktleningen gaan 'in het RRB vallen/treden' als hun resterende looptijd korter wordt dan 12 maanden.

is geweest als het afsluiten van nieuwe *payerswaps* zou zijn geweest en dus dat er doelmatig beleid is gevoerd.

4.3.4 Tussenconclusie

De beleidsdoorlichting 2015 bevatte de aanbeveling om minder afhankelijk te worden van swaps. Het Agentschap heeft deze aanbeveling overgenomen in zijn beleidskader 2016-2019 in combinatie met verlenging van de looptijd gezien de historisch lage rentes. In 2015 was de swapportefeuille in nominale termen ongeveer € 650 miljard, dus ongeveer twee keer zo groot als de staatsschuld. Deze omvang is in de afgelopen jaren afgenomen, enerzijds door natuurlijk verloop van de swapportefeuille, en anderzijds door actief beleid van het Agentschap: leningen werden sinds 2012 al niet meer standaard 'teruggeswapt' naar de 7-jaarsrente, in de periode 2016-2019 zijn geen nieuwe swaps meer afgesloten op de kapitaalmarkt en een groot deel van de *receiverswaps* is voortijdig beëindigd. Dit heeft niet alleen bijgedragen aan het behalen van de streefwaarden voor gemiddelde looptijd en RRB die in het beleidskader 2016-2019 waren geformuleerd, maar ook is de omvang van de swapportefeuille aanzienlijk afgenomen naar ongeveer nominaal € 279 miljard begin 2019. Netto (zijnde in dit geval de *payerswaps* minus *receiverswaps*) is sprake van een afname van € 46 miljard begin 2016 naar € 29 miljard netto aan *payerswaps* begin 2019. Het kredietrisico van de swapportefeuille is daarmee ook gereduceerd.

Bijkomend gevolg van de afgenomen swapportefeuille is dat het onderpand dat tegenpartijen bij het Agentschap moeten storten als een swap voor het Agentschap positieve marktwaarde heeft, ook afneemt en het risico als gevolg van schommelingen in de omvang van dat onderpand. Gestort onderpand (in cash) geldt als korte financiering en verlaagt dus de financieringsbehoefte op de geldmarkt. Minder schommelingen in het onderpand leiden dus ook tot minder schommelingen in de financieringsbehoefte (en dus betere voorspelbaarheid).

Hoewel in 2016-2019 geen nieuwe swaps op de kapitaalmarkt zijn afgesloten, heeft het Agentschap in 2016-2019 de beëindiging van bestaande *receiverswaps* ingezet om de RRB- en looptijd doelstellingen te bereiken. In die zin was het Agentschap nog wel afhankelijk van swaps, zij het van de *beëindiging* ervan. Alternatieve strategieën om de RRB- en looptijd doelstellingen te bereiken zonder voortijdige beëindiging van swaps, waren echter minder opportuun omdat die ofwel de consistentie van het financieringsbeleid geweld aan zouden doen (veel meer lange leningen uitgeven dan gepland), ofwel relatief duur zouden zijn geweest (leningen inkopen tegen relatief hoge prijzen, en langlopende leningen uitgeven). Ook het alternatief om de geldmarkt (kortlopende financiering) te verkleinen ten opzichte van de totale schuld was onaantrekkelijk, omdat de geldmarkt voldoende omvang moet hebben om de bufferfunctie te kunnen vervullen en liquiditeit op de geldmarkt te garanderen.

4.4 Rentelasten en begrotingsregels en de '20% besparingsvariant'

4.4.1 Rentelasten en de begrotingsregels

De wijze waarop het EMU-saldo wordt berekend is vastgelegd in het Europese Stelsel van Nationale rekeningen (ESA 2010). Sinds de invoering van het ESA 2010 zijn de rentestromen bij swaps niet meer relevant voor het EMU-saldo, omdat deze als financiële transacties worden beschouwd. Swaps kunnen dus enkel worden gebruikt voor de beheersing van het renterisico voor de staatsschuld, maar niet om op het EMU-saldo te sturen. De rente op de leningenportefeuille maakt wel onderdeel uit van het EMU-saldo.

Hoewel de rentelasten op de staatsschuld relevant zijn voor het EMU-saldo, waren ze in de kabinetsperiode 2012-2017 (Rutte II) buiten het Nederlandse uitgavenkader⁵⁷ geplaatst. Doordat in deze periode sprake was van continu dalende rentes volgden de meevallers elkaar op. Deze meevallers konden niet worden gebruikt om tegenvallers elders in de begroting te compenseren en werden automatisch ingezet om de staatsschuld te verlagen. Bij de Startnota⁵⁸ van het kabinet Rutte III is, mede op advies van het vijftiende rapport Studiegroep Begrotingsruimte⁵⁹, afgesproken om de rentelasten op de staatsschuld vanaf 2018 weer onder het uitgavenplafond te plaatsen. Hierdoor moeten tegenvallers elders op de begroting worden gecompenseerd. Eventuele tegenvallers hoeven niet specifiek op de Financiënbegroting te worden gecompenseerd, de compensatie moet Rijksbreed worden gevonden.

4.4.2 De '20%-besparingsvariant'

Om te bepalen welke mogelijkheden er zijn om te bezuinigen op de uitgaven van artikel 11 'financiering staatsschuld' is een verkenning gedaan van de mogelijke beleidsopties voor het geval er minder beschikbare middelen zijn⁶⁰. Deze verkenning is ook voorgeschreven in de Regeling Periodiek Evaluatieonderzoek (RPE) en hierbij moet uitgegaan worden van 20% minder beschikbare middelen. De grondslag voor de berekening van een 20% besparing is gebaseerd op hetzij de begroting voor 2019, hetzij de realisaties cf. het Jaarverslag over 2018⁶¹. In de begroting voor 2019 zag de budgettaire tabel van de uitgaven op artikel 11 er als volgt uit:

⁵⁷ De Nederlandse begrotingssystematiek kent vaste jaarlijkse plafonds voor de uitgaven. In elk gegeven jaar dienen de totale uitgaven van de Rijksoverheid hieronder te blijven.

⁵⁸ Tweede Kamer, 2017-2018, Kamerstuk 34775 nr. 54.

⁵⁹ Tweede Kamer, 2015-2016, Kamerstuk 34300 nr. 74, bijlage 776485.

⁶⁰ De mogelijkheid om via het gebruik van derivaten (swaps) de rentelasten op swaps te verminderen (of de rentebaten te vergroten) is niet in deze analyse betrokken omdat rentelasten/baten uit hoofde van swaps buiten de uitgavenkaders vallen. Bovendien worden swaps ingezet om renterisico's bij te sturen. Omdat op het moment van afsluiten een swap een waarde heeft van nul is de verwachting dat rentebaten en rentelasten van een swap gedurende de looptijd van de swap aan elkaar gelijk zijn. Besparingen zijn uit dien hoofde daarom niet mogelijk.

⁶¹ De 20% besparingsvariant is als een tussentijdse evaluatie aan het eind van 2017 uitgevoerd. De begroting voor 2019 laat geen grote wijzigingen zien ten opzichte van 2018.

Tabel 11: Budgettaire gevolgen van beleid – beleidsartikel 11 (in € mln.).

Budgettaire gevolgen van beleid – artikel 11 Financiering staatsschuld (bedragen x € 1 mln.)							
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Verplichtingen	54.275	45.604	35.655	36.017	22.160	36.481	35.008
Uitgaven	54.275	45.604	35.655	36.017	22.160	36.481	35.008
<i>waarvan juridisch verplicht</i>			99,94%				
Rente	6.977	6.301	5.815	5.649	5.601	5.754	5.073
Rentelasten vaste schuld	6.847	6.256	5.815	5.623	5.421	5.475	4.795
Rentelasten vlottende schuld	29	0	0	26	180	279	278
Voortijdige beëindiging schuld	100	45	0	0	0	0	0
Rente derivaten kort	0	0	0	0	0	0	0
Leningen	47.286	39.293	29.817	30.352	16.543	30.711	29.919
Aflossing vaste schuld	43.303	39.293	29.817	30.352	16.543	30.711	29.919
Mutatie vlottende schuld	3.983	0	0	0	0	0	0
Oprachten	13	10	23	16	16	16	16
Overige kosten	13	10	23	16	16	16	16
Ontvangsten	35.529	32.435	24.178	28.576	16.436	30.442	29.273
Rente	2.995	3.873	1.603	1.458	1.429	1.033	656
Rentebaten vaste schuld	0	0	0	0	0	0	0
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Rentebaten vlottende schuld	237	245	249	56	43	42	42
Voortijdige beëindiging schuld	0	0	0	0	0	0	0
Rentederivaten lang	1.210	1.259	1.354	1.402	1.386	991	614
Voortijdige beëindiging derivaten	1.547	2.369	0	0	0	0	0
Leningen	32.534	28.562	22.575	27.118	15.007	29.409	28.617
Uitgifte vaste schuld	32.534	26.000	22.575	27.118	15.007	29.409	28.617
Mutatie vlottende schuld	0	2.562	0	0	0	0	0
Overige baten	0	0	0	0	0	0	0

Bron: Begroting Financiën en Nationale Schuld 2018

De uitgaven en ontvangsten vallen uiteen in drie categorieën en kennen het volgende aandeel in de totale uitgaven en ontvangsten van het artikel:

Tabel 12: Categorieën uitgaven en ontvangsten onder artikel 11.

Categorie uitgaven	Aandeel van totale uitgaven	% van 20% besparing
Rente	13,82%	2,76%
Leningen (aflossing)	86,16%	17,23%
Apparaat	0,02%	0,00%
Totaal	100%	20%
Categorie ontvangsten	Aandeel van totale ontvangsten	% van 20% besparing
Rente	11,94%	2,39%
Leningen (uitgifte)	88,06%	17,61%
Totaal	100%	20,00%

Bron: Agentschap van de Generale Thesaurie, Ministerie van Financiën

Uit bovenstaande tabel blijkt dat de leningen aan zowel de uitgaven- als de ontvangstenkant, met een aandeel van 86%, veruit de grootste categorie is. Het Agentschap heeft zelf geen of nauwelijks invloed op de leenbehoefte van de Staat. De totale schuld die gefinancierd moet worden is het resultaat van alle beleidskeuzes binnen het Rijk en de externe ontwikkelingen die hierop van invloed zijn. Bovendien zijn de uitgaven- en ontvangstenkant binnen de categorie leningen van elkaar afhankelijk. Wanneer meer geld wordt geleend, zal dit op termijn leiden tot hogere aflossingen. De uitgaven (aflossingen) volgen altijd de ontvangsten (uitgifte leningen). De Nederlandse Staat heeft een contractuele verplichting om staatsobligaties en schuldpapier af te lossen. Een eventuele besparing zal per saldo over een langere periode dan ook altijd nul zijn. Een besparing kan dus niet via de aflossingen of uitgifte van leningen worden gerealiseerd. Gezien het gewicht van de leningen in het totaal van de uitgaven en ontvangsten is daarmee een totale besparing van 20% ook niet meer haalbaar. Wel is onderzocht is of het mogelijk is om 20% te besparen op de rente of op de apparaatskosten.

Besparingsvariant 1 “20% besparing op de rente”

Zoals eerder in deze beleidsdoorlichting is aangetoond kunnen rentelasten alleen beleidsmatig worden verlaagd door in de begroting meer risico te accepteren: door korter te lenen nemen de rentelasten af, maar wordt ook meer renterisico de begroting binnen gehaald. Een verkenning van deze eerste besparingsvariant raakt de essentie van de beleidsdoorlichting. De meerwaarde van een verkenning van deze variant is daarmee beperkt. Niettemin kan een nadere analyse additioneel inzichten opleveren.

De rentelasten vallen uiteen in verschillende onderdelen die in voorgaande hoofdstukken zijn toegelicht. Het overgrote deel van de rentelasten op artikel 11 “Financiering staatsschuld” bestaat uit de post “rentelasten vaste schuld” (oftewel rente op DSL’s). Op de vlottende schuld - de geldmarkt - wordt met de huidige negatieve rentestanden vooral rente ontvangen. Het voortijdig beëindigen van schuld door obligaties in te kopen, wordt uitsluitend ingezet voor cashmanagementdoeleinden (zie paragraaf 2.1) en is derhalve geen instrument om in te zetten om besparingen te realiseren.

Een besparing van 20% op de rentelasten moet dus behaald worden op de portefeuille met langlopende leningen (de DSL’s). Kijkend naar de analyse die is uitgevoerd: om een dergelijk percentage te besparen had het ministerie van Financiën € 1,3 mld. in 2018 minder aan rentelasten moeten uitgeven⁶². De enige manier om op korte termijn rentelasten te besparen is door meer vlottende schuld (geldmarkt) en minder vaste schuld (kapitaalmarkt) te plaatsen. De meeste rentelasten op de vaste schuld zijn echter het gevolg van langlopende verplichtingen, waardoor een besparing alleen kan worden gerealiseerd op nieuw uit te geven leningen.

⁶² In 2018 waren de gerealiseerde rentelasten € 6,3 mrd. (zie ook paragraaf 2.4).

In jaarverslagen worden analyses van de rentekosten gepresenteerd van het deel van de schuld dat opnieuw is gefinancierd. In tabel 12 is deze analyse uit het jaarverslag van 2018 weergegeven. De tabel laat zien dat de rentelasten over het nieuw gefinancierde deel in 2018 zijn uitgekomen op € -124 mln. Dit betekent dat in 2018 dus per saldo rente is ontvangen op de nieuw uitgegeven schuld.

Tabel 13: Omvang en rentelasten van financiering 2018.

Omvang en rentelasten van nieuwe financiering in 2018						
	Realisatie		Begroting		Verschil	
	omvang (mld.)	rentelasten (mln.)	omvang (mld.)	rentelasten (mln.)	omvang (mld.)	rentelasten (mln.)
Kapitaalmarkt	23,6	65	33,8	127	- 10,1	- 62
<i>waarvan heropening 7-jaarslening uit 2017</i>	<i>8,8</i>	<i>4</i>				
<i>waarvan nieuwe 10-jaarslening</i>	<i>12,4</i>	<i>53</i>				
<i>waarvan heropening langlopende DSL's</i>	<i>2,5</i>	<i>8</i>				
Geldmarkt (gemiddelde stand 2018)	31,2	- 189	33,6	- 219	- 2,4	30
Totaal	54,8	- 124	67,4	- 92	- 12,6	- 32

Bron: Jaarverslag Financiën en Nationale Schuld 2018

Uit bovenstaande tabel is af te leiden dat in 2018 maximaal € 208 mln. bespaard had kunnen worden door de hele financieringsbehoefte van 2018 op de geldmarkt te financieren⁶³, een besparing van slechts 3,3% op de totale rentelasten van 2018. Gezien de huidige rentestanden en de financieringsbehoefte is een directe besparing van 20% op de rentelasten dus niet te realiseren.

Onderzocht is of het mogelijk is om op de langere termijn een besparing van 20% op de rentelasten te realiseren. Hiertoe is berekend wat de toekomstige rentelasten zouden zijn als de gehele financieringsbehoefte in de komende jaren volledig op de geldmarkt zou worden gefinancierd en niet op de kapitaalmarkt. In onderstaande tabel is dit uiteengezet. Hier is te zien dat in een dergelijk scenario vanaf 2021 meer dan 20% bespaard kan worden op de rentelasten.

Tabel 14: Raming van toekomstige rentelasten⁶⁴.

Te gebruiken rentetarieven raming	2019	2020	2021	2022	2023
Lange (10-jaars) rekenrente Nederland (CPB september 2018)	0,67%	1,12%	1,28%	1,41%	1,41%
Korte (3-maands) rekenrente (CPB september 2018)	-0,50%	0,07%	0,47%	0,73%	0,73%
Bedragen (€ mln.)	2019	2020	2021	2022	2023
Huidige raming rentelasten kapitaalmarkt financiering	5.815	5.623	5.421	5.475	4.795
Financiering tegen korte rekenrente	5.302	4.829	4.464	4.338	3.463
Besparing	513	794	957	1.137	1.332
% besparing	9%	14%	18%	21%	28%

Bron: Agentschap van de Generale Thesaurie, Ministerie van Financiën

⁶³ De berekening vindt als volgt plaats: - € 189 (rentelasten geldmarkt) / 31,2 (omvang financiering geldmarkt) * 23,6 (omvang financiering kapitaalmarkt) = - € 143 mln. (potentiële rentelasten als de oorspronkelijke kapitaalmarktfinanciering op de geldmarkt plaatsvindt) - € 65 mln. (besparing door niet op de kapitaalmarkt te financieren) = - € 208 mln. potentiële maximale besparing als alles van de kapitaalmarkt op de geldmarkt was gefinancierd.

⁶⁴ Berekening is gebaseerd op de begroting voor 2019.

Hoewel in het nieuwe kader voor de komende periode andere keuzes kunnen worden gemaakt, zou deze strategie een majeure breuk betekenen met het tot op heden gevoerde financierings- en renterisicobeleid en de strategie gericht op verlenging van de looptijd die sinds 2012 is ingezet. Ook zou het RRB significant stijgen, en daarmee het renterisico en de budgettaire onzekerheid voor de begroting. Niettemin zullen in de analyses voor het nieuwe kader ook varianten worden doorgerekend die veel meer focussen op korte financiering.

Besparingsvariant 2 “20% besparing op de apparaatskosten”

In het tweede scenario wordt geanalyseerd in welke mate het mogelijk is om 20% te besparen op de derde categorie uitgaven: de overige kosten. De raming voor de overige kosten bedroegen voor 2018 € 10 mln., oftewel 0,02% van de totale uitgaven van artikel 11. Aangezien het de enige post is met apparaatsuitgaven is desalniettemin onderzocht of op deze uitgaven 20% bespaard kan worden, te weten ongeveer € 2 mln.

De naam van de post “overige kosten” geeft al aan dat een veelheid aan verschillende uitgaven eronder geschaard worden. Een uitsplitsing van deze kosten is opgenomen in tabel 4 in paragraaf 2.4. Daarin is te zien dat verreweg het grootste deel hiervan gevormd wordt door de post ‘provisie en kosten’.

Alle apparaatsgelden van zowel artikel 11 (Financiering Staatsschuld) als artikel 12 (Kasbeheer) worden binnen de begroting IXA “Nationale Schuld” op artikel 11 verantwoord. Hierdoor worden de bancaire kosten die de Staat maakt voor de uitvoering van het schatkistbankieren, de post “Kosten Bankinstellingen”, ook verantwoord op artikel 11. Zonder banken kan het betalingsverkeer en het schatkistbankieren niet worden uitgevoerd. De “Kosten Bankinstellingen” maken maar 6% uit van de totale apparaatsuitgaven van het Agentschap, waardoor een besparing hierop weinig oplevert.

Connection fee, ICT, clearingkosten en noteringskosten zijn uitgaven voor de operationele infrastructuur om de staatsschuld te financieren. Dit betreffen vaak langdurige contracten, waardoor een besparing hierop lastig is te realiseren. Bovendien zijn de posten dermate klein van omvang dat ze nauwelijks bijdragen aan een 20% besparing op de totale apparaatsuitgaven.

Voor een besparing van 20% moet dus vooral bekeken worden of het mogelijk is om minder financiële vergoedingen te betalen voor de dienstverlening van de PD’s. Deze post was in 2018 goed voor 74% van de apparaatsgelden. Omdat de vergoedingen die nu worden betaald passend zijn voor de werkzaamheden die PD’s voor de Nederlandse staat verrichten en omdat verlaging van de provisies een risico inhoudt voor de continuïteit en instandhouding van het Primary Dealership ligt verlaging van de provisies niet voor de hand. Een 20% besparing voor apparaatskosten zou in beginsel mogelijk zijn, maar leidt mogelijk tot een verstoring van cruciale dienstverlening.

4.4.3 Tussenconclusie

De beleidsopties voor het Agentschap om te besparen op de uitgaven van artikel 11 indien 20% minder middelen beschikbaar zouden zijn (‘de 20%-besparingsvariant’) zijn zeer beperkt. Zowel aan de uitgaven als ontvangstenkant vormen ‘leningen’ de grootste categorie. 20% besparen door uitgaven i.v.m. leningen te verlagen, is lastig omdat dit (langlopende) verplichtingen betreft. Verhoging van de ontvangsten i.v.m. leningen zou mogelijk zijn, maar zou niet voor de hand liggen als dat niet nodig is o.b.v. de financieringsbehoefte. Ook leidt meer lenen (inkomsten) op termijn weer tot meer aflossingen (uitgaven). Een 20%-besparing op rentelasten is in theorie mogelijk, maar alleen op termijn (pas in 2023) en alleen wanneer veel meer renterisico wordt genomen⁶⁵. Omdat een dergelijke besparing tevens alleen gerealiseerd kan worden door het financieringsbeleid drastisch te veranderen (alleen korte financiering), gaat het in tegen de beoordeling van het financieringsbeleid eerder in dit

⁶⁵ En meer renterisico betekent meer risico op renteschokken (en dus extra rentekosten).

hoofdstuk. Tot slot zouden voor een 20%-besparing op de apparaatskosten met name de provisies die het Agentschap aan de PD's betaalt voor de diensten die de PD's aan het Agentschap verlenen, voor de promotie en distributie van het Nederlandse schuld papier aanzienlijk moeten worden verlaagd. De andere apparaatskosten zijn te bescheiden van omvang om besparingen te realiseren, of zien op langlopende contracten voor de uitvoering van het betalingsverkeer en het schatkistbankieren – activiteiten die beide onder beleidsartikel 12 vallen. Aanzienlijke verlaging van de provisies zou naar verwachting de continuïteit van de dienstverlening door de PD's in gevaar brengen.

4.5 Tussentijdse evaluatie mei 2017

In de vorige beleidsdoorlichting is aanbevolen om het nieuwe beleid tussentijds te evalueren. In het beleidskader 2016-2019 is opgenomen het kader tussentijds te evalueren indien veranderende marktomstandigheden hier aanleiding voor zouden geven. Over de periode van het beleidskader zijn de marktomstandigheden niet significant veranderd. De rentes zijn historisch gezien uitzonderlijk laag en relatief stabiel gebleven. Dit gaf dus geen aanleiding om de gekozen koers, in het bijzonder de strategie om de gemiddelde looptijd van de schuldportefeuille te verlengen, aan te passen.

Wel is de afgelopen jaren als gevolg van de aantrekkende economie en de gezonde overheidsfinanciën de omvang van de staatsschuld afgenomen. Tussentijds – in mei 2017 – is daarom geëvalueerd of de lagere staatsschuld zou leiden tot nieuwe inzichten voor het beleid. Rentekosten en risico zullen bij een dalende staatsschuld (en gelijkblijvende rentes) afnemen. Als de risicopreferentie onveranderd is – oftewel het streven is het risico gelijk te houden aan het niveau bij aanvang van de beleidsperiode – kan door de looptijd te verkorten bij een gelijkblijvend risico een kostenreductie worden gerealiseerd. Of andersom: als de kosten gelijk kunnen blijven aan het niveau bij aanvang van de beleidsperiode, kan ervoor gekozen worden de gemiddelde looptijd te verlengen, om zo voor dezelfde kosten minder risico te lopen. De analyse voor het beleidskader is opnieuw gedaan op basis van een lagere staatsschuld (€ 340 mld. t.o.v. € 370 mld. daarvoor). De nieuwe analyse wees een optimale looptijd uit van 6,6 jaar. Dit is iets hoger dan de looptijd doelstelling van 6,4 jaar die destijds is vastgesteld voor het beleidskader. Tegelijkertijd valt het binnen de vastgestelde onzekerheidsmarge van +/- 0,25 jaar. De analyse heeft dus niet tot wezenlijk nieuwe inzichten geleid die een wijziging van het beleidskader rechtvaardigen, maar wel aangetoond dat desgewenst gekozen kon worden om iets meer richting de bovenkant van de eerder geformuleerde bandbreedte voor de na te streven looptijd te sturen.

Ondanks dat de tussentijdse analyse in dit geval niet tot significant andere inzichten heeft geleid is het niet uitgesloten dat dit in de toekomst wel zo zal zijn. Om die reden kan het verstandig zijn al meteen bij de implementatie van een nieuw beleidskader vast te stellen dat het kader halverwege geëvalueerd zal worden. Daarnaast roept het de vraag op in hoeverre al voor aanvang van een nieuw beleidskader rekening gehouden had kunnen worden met veranderende omstandigheden. Hoewel nooit alles te voorzien is had bijvoorbeeld al geanalyseerd kunnen worden wat voor effect een dalende of stijgende staatsschuld zou hebben op de resultaten. Ook zou, zoals SEO adviseert, al rekening gehouden kunnen worden met toekomstige rentes conform marktverwachtingen of ramingen van het CPB. Door dergelijke aspecten voor zover mogelijk ex ante mee te nemen in de analyses zou een reëlere inschatting gemaakt kunnen worden van de kosten en het risico. Dit verkleint de kans dat een tussentijdse evaluatie aanleiding geeft om het beleid (significant) bij te stellen.

4.6 Conclusie: beoordeling doeltreffendheid en doelmatigheid

De doelstelling van artikel 11 is: "Schuld financiering tegen zo laag mogelijke rentekosten onder acceptabel risico voor de begroting". Doelmatigheid (tegen zo laag mogelijke rentekosten) is daarmee onderdeel van de doelstelling van artikel 11, zoals is beschreven in paragraaf 1.3.

Voor een beoordeling van de doeltreffendheid en doelmatigheid is SEO gevraagd een onderzoek uit te voeren naar zowel het renterisicokader als het financieringsbeleid. Deze paragraaf presenteert de bevindingen van SEO.

Renterisicokader

SEO heeft kwalitatief onderzoek gedaan naar de uitgangspunten die door het Agentschap zijn gehanteerd bij de ex ante analyse in 2015 voor het bepalen van de optimale schuldportefeuille voor de periode 2016-2019. SEO concludeert dat een aantal van deze uitgangspunten in sommige gevallen beperkend kan zijn. Zo heeft het Agentschap in zijn analyse gebruik gemaakt van een tijdshorizon van 12 jaar (3 kabinetsperiodes) en is voor de berekening van rentekosten uitgegaan van de gemiddelde rentecurve⁶⁶ over het derde kwartaal van 2015. Op die manier werd impliciet elke verhoging van de rente, ook als die door markten werd verwacht en al werd ingeprijsd, als risico aangemerkt. Omdat in de analyse werd uitgegaan van de toen geldende rentetarieven en niet van de verwachte rentetarieven, leidt dit volgens SEO tot een overschatting van het risico, omdat een door de markt *verwachte* en ingeprijsde verhoging van de rente niet als risico moet worden beschouwd. Verder is in de analyse door het Agentschap geen rekening gehouden met een daling van de rente, omdat dit destijds niet als risico werd gezien. Echter, bij een verlaging van de rente kan hetzelfde risicoprofiel verkregen worden tegen lagere kosten. Door alleen rekening te houden met stijgende rentes ontstaat sneller de neiging om de looptijd te verlengen om deze (lage) rentes voor een langere periode vast te leggen. Door geen rekening te houden met dalende rentes bestaat het risico dat de looptijd te veel verlengd wordt en daarmee te veel betaald wordt voor budgettaire zekerheid. Verder heeft het Agentschap bij de analyse geen kansen toegekend aan de verschillende rentescenario's. Dit laat de vraag open hoe groot de waarschijnlijkheid was van de rentescenario's waarmee rekening werd gehouden. De rentescenario's van het Agentschap kunnen bovendien volgens SEO worden aangemerkt als pessimistisch. De rentescenario's van het Agentschap leiden volgens SEO mogelijk tot een overschatting van de toekomstige financieringskosten en een te risico-averse opstelling.

SEO geeft verder aan dat de uitkomsten van de ex ante analyse van het Agentschap ook beïnvloed worden door de keuze voor de tijdshorizon. In de analyses leidt een langere tijdshorizon van het model automatisch tot een langere looptijd van de portefeuille, omdat dan voor een langere periode geprofiteerd wordt van de vastgezette lage rente. Daarnaast zijn alleen portefeuilles onderzocht die ex ante ontwikkeld en tegelijkertijd beperkt waren door de uitgangspunten van het financieringsbeleid. In paragraaf 3.2 zijn deze uitgangspunten nader uitgewerkt. Zo wordt elk jaar een 10-jaars lening uitgegeven en zorgt het Agentschap altijd voor een bepaald uitgiftevolume per DSL. Bovendien is het streven eens in de vier tot vijf jaar een lange lening uit te geven. In de analyses is alleen onderzocht welke van de portefeuilles optimaal was, gegeven bovenstaande uitgangspunten en niet of er mogelijk andere (betere) portefeuilles waren zonder rekening te houden met de uitgangspunten van het financieringsbeleid. Het is dus mogelijk dat er betere portefeuilles mogelijk waren onder een meer flexibel financieringsbeleid.

Een ander punt betreft de risicobereidheid van het Agentschap. Het uitgangspunt in de analyse in 2015 was dat het risico niet groter mocht zijn dan het risico in de periode 2012-2015. Hierbij wordt niet expliciet gemaakt welke overwegingen ten grondslag liggen aan de maximale risicobereidheid. Ook in de beleidsperiodes 2012-2015 was het uitgangspunt steeds dat het risico in de nieuwe beleidsperiode niet groter mocht zijn dan in de periode ervoor. SEO constateert dat dit erin heeft geresulteerd dat het

⁶⁶ Een rentecurve geeft het verband weer tussen het rendement op overigens gelijke of vergelijkbare leningen met verschillende looptijden. Op de horizontale as wordt de looptijd in jaren aangegeven, op de verticale as het rendement (meestal in de vorm van de yield to maturity)

Agentschap – en het ministerie van Financiën in het algemeen – zich in de periode 2016-2019 nog steeds laat leiden door de risicopreferentie uit 2002.

Voor het kwantitatieve onderzoek heeft SEO een aantal modelsimulaties uitgevoerd⁶⁷. SEO heeft bij de kwantitatieve analyses, net het Agentschap in 2015, geen rekening gehouden met swaps. Aan de hand van de uitkomsten van het kwantitatieve ex ante onderzoek concludeert SEO dat het Agentschap, op basis van de informatie die eind 2015 beschikbaar was, en gegeven het financieringsbeleid, slechts in zeer beperkte mate een verdere kostenverlaging had kunnen realiseren bij een gelijkblijvend risico. Het renterisicokader van 2016-2019 is ex ante kostenverlagend geweest ten opzichte van het vorige renterisicokader. Hoewel SEO concludeert dat de methodologie van de analyse die het Agentschap in 2015 voor het nieuwe renterisicokader heeft uitgevoerd op onderdelen verbeterd kan worden, liggen de uitkomsten dichtbij de uitkomsten van de modelsimulaties (de zogeheten ‘efficiënt frontier’) die SEO heeft uitgevoerd. Op basis van deze analyses kan geconcludeerd worden dat het door het Agentschap gevoerde beleid doeltreffend en doelmatig is geweest.

Dit betekent echter niet dat het in de periode 2016-2019 niet mogelijk was om lagere rentekosten te realiseren dan het Agentschap heeft gedaan. Lagere rentekosten hadden gerealiseerd kunnen worden door meer risico te nemen. In de jaren 2015-2019 is de rente, tegen de verwachting in, verder gedaald, waardoor achteraf gezien een kortere looptijd van de schuldportefeuille tot lagere kosten had geleid. Een kortere looptijd gaat echter gepaard met een hoger risico.

Een mogelijkheid om lagere rentekosten te realiseren bij een gelijkblijvend risico kan volgens de modelsimulaties van SEO alleen door de uitgangspunten voor de geldmarkt los te laten of door het uitvoeren van een flexibeler uitgiftebeleid op de kapitaalmarkt. Zo wordt voor de geldmarkt een bepaalde omvang nagestreefd. Dit is belangrijk om de liquiditeit te waarborgen. De geldmarkt moet ook voldoende groot zijn om onverwachte mee- en tegenvallers in de Rijksbegroting te kunnen absorberen. Keerzijde is echter dat het loslaten van de uitgangspunten voor de geldmarkt ook weer tot iets hogere kosten kan leiden, bijvoorbeeld omdat deze minder liquide wordt. Een flexibeler uitgiftebeleid heeft het Agentschap tot op zekere hoogte al ingevoerd, zoals beschreven in paragraaf 3.2.3 en 4.1.1.2.

Financieringsbeleid

In paragraaf 4.1 is beschreven dat de door SEO uitgevoerde internationale vergelijking tussen Europese landen uitwijst dat het Agentschap hoog scoort op het gebied van de consistentie en transparantie van het financieringsbeleid. Ten opzichte van de meeste andere landen scoort Nederland beter op voorspelbaarheid en consistentie, vanwege de tijdige aankondigingen van veilingen en de specifieke details van de veiling. Nederland wijkt zelden af van het financieringsplan.

Ook op het gebied van de transparantie presteert het Agentschap goed ten opzichte van andere landen binnen de EU. Het Agentschap publiceert niet alleen informatie over het financieringsbeleid in zijn jaarlijkse Outlook en kwartaalberichten, maar ook informatie over het renterisicokader, economische en budgettaire vooruitzichten, marktontwikkelingen en relevante statistieken.

In de vorige beleidsdoorlichting werd aanbevolen om nader onderzoek uit te voeren of en in hoeverre meer flexibiliteit op de kapitaalmarkt wenselijk en mogelijk was, zonder afbreuk te doen aan de voorspelbaarheid. Mede aanleiding van deze aanbeveling heeft het Agentschap aangekondigd in 2018 een lange staatslening uit te geven zonder hierbij direct aan te geven of dit een nieuwe staatslening of een heropening van een bestaande lening betrof. Ook is het Agentschap overgegaan naar het gebruik van een bandbreedte voor het volume bij de uitgifte op de kapitaalmarkt in plaats van een vast

⁶⁷ SEO maakt hier gebruik van het model van Zenios et al (2018).

doelvolumen. Grotere flexibiliteit leidt tot meer onzekerheid in de markt en kan leiden tot hogere rentelasten door een hogere risicopremie.

SEO heeft onderzocht of deze grotere flexibiliteit heeft geleid tot hogere rentelasten. Uit dit onderzoek wordt geen bewijs gevonden dat Nederland hogere rentelasten heeft als gevolg van het invoeren van een bandbreedte voor volume bij de uitgifte op de kapitaalmarkt. Hieruit kan geconcludeerd worden dat het iets flexibeler beleid bij de uitgifte van staatsleningen doelmatig en doeltreffend is.

Liquiditeit

Liquiditeit is een van de kernwaarden van het Agentschap. SEO heeft onderzoek gedaan naar de liquiditeit van de Nederlandse staatsleningen. SEO concludeert dat Nederland de meeste internationale aanbevelingen gebruikt in het financieringsbeleid. SEO geeft verder aan dat het financieringsbeleid van het Agentschap zeer waarschijnlijk heeft bijgedragen aan het behouden van een hoge liquiditeit van Nederlandse staatsleningen. Door een lagere financieringsbehoefte van Nederland geeft het Agentschap sinds 2018 een lager volume uit bij staatsleningen. SEO toont door een kwantitatieve analyse aan dat dit de liquiditeit van de Nederlandse staatsleningen heeft verlaagd. De analyse geeft verder aan dat een verandering in het totale uitstaande volume per lening een groter effect heeft op de liquiditeit, dan het aantal uitstaande leningen. Dit betekent dat het voor de liquiditeit beter zou zijn om minder leningen uit te geven maar wel met voldoende uitstaand volume, in plaats van een lager uitstaand volume per lening na te streven⁶⁸ en wel veel verschillende leningen uit te geven. Naar aanleiding van deze uitkomsten kan geconcludeerd worden dat het Agentschap doeltreffender en doelmatiger was geweest als door de dalende financieringsbehoefte besloten was minder verschillende leningen uit te geven in plaats van het doelvolumen voor leningen te verminderen. Naar aanleiding van het onderzoek naar de doelmatigheid en doeltreffendheid van het renterisicokader en het financieringsbeleid doet SEO een aantal aanbevelingen om de doelmatigheid en doeltreffendheid te vergroten:

Voor het renterisicokader:

- Maak expliciet wat de (maximale) risicobereidheid is van het Rijk ten aanzien van schuldmanagement en kies een risico indicator die deze risicobereidheid meet.
- Maak gebruik van een stochastisch model om ex ante verschillende portefeuilles onder bepaalde scenario's van rente en financieringsbehoeften te analyseren om de (gewogen) impact van schokken te beoordelen.
- Maak gebruik van scenario's voor het voorspellen van economische en budgettaire ontwikkelingen die overeenkomen met scenario's die gebruikt worden door andere organisaties (zoals CPB, DNB, enz.).
- Bekijk de afhankelijkheid tussen het renterisicokader en het financieringsbeleid en houdt hier rekening mee.

Voor het financieringsbeleid:

- Integreer het financieringsbeleid meer expliciet in het (ex ante) renterisicokader, waarbij ruimte wordt gelaten voor flexibiliteit in het financieringsbeleid.
- Gegeven een teruglopende financieringsbehoefte: prioriteer welke staatsleningen uitgegeven moeten worden en welke niet.
- Houdt de transparantie en consistentie op het huidige hoge niveau door zowel de markt als het publiek op de huidige wijze te blijven informeren.

⁶⁸ Het Agentschap is door de lagere financieringsbehoefte in 2018 een lager volume per lening gaan uitgeven, van € 15 miljard naar € 12 miljard.

5 Eindconclusie en aanbevelingen, verbeterparagraaf

5.1 Eindconclusie

Kijkend naar de deelvragen:

- *Hoe en in welke mate heeft het renterisicobeleid bijgedragen aan staatsschuldfinanciering tegen zo laag mogelijke kosten onder acceptabel risico voor de begroting?*
- *Hoe en in welke mate heeft het financieringsbeleid, en de wijzigingen daarin, bijgedragen aan staatsschuldfinanciering tegen zo laag mogelijke kosten onder acceptabel risico voor de begroting? Is er ruimte voor meer flexibiliteit binnen het financieringsbeleid om efficiëntie te vergroten, zonder dat het risico toeneemt?*

is geconstateerd dat het Agentschap, op basis van de informatie die eind 2015 beschikbaar was, en gegeven het financieringsbeleid, slechts in zeer beperkte mate een verdere kostenverlaging had kunnen realiseren. Het renterisicokader 2016-2019 is ex ante kostenverlagend geweest ten opzicht van het vorige renterisicokader. De jaarlijkse streefwaarden voor de risico-indicatoren op de lange termijn (gemiddelde looptijd) en de korte termijn (renterisicobedrag, RRB) zijn gehaald. Daarbij is ook geconstateerd dat de rentescenario's die het Agentschap hanteerde in 2015 bij de totstandkoming van deze streefwaarden, enigszins pessimistisch waren, wat mogelijk tot een overschatting van de toekomstige financieringskosten en een te risico-averse opstelling heeft geleid. Tevens is vastgesteld dat het Agentschap zich nog laat leiden door een risicopreferentie uit 2002, omdat het streven sindsdien steeds is geweest dat het risico in een nieuwe beleidsperiode niet hoger mocht zijn dan in de beleidsperiode ervoor. Hoewel de methodologie van de analyses die het Agentschap in 2015 voor het nieuwe renterisicokader op onderdelen verder kan worden uitgewerkt, hebben ex-post simulaties op basis van een verfijndere methode niet tot significant andere uitkomsten geleid dan de ex-ante analyses van het Agentschap.

In het licht van deelvraag (ii) is geconstateerd dat het financieringsbeleid van het Agentschap, met de kernwaarden consistentie, transparantie en verhandelbaarheid/liquiditeit, voldoet aan de internationale standaarden van de Wereldbank en het IMF. Door een consistent en transparant financieringsbeleid te voeren is de onzekerheidspremie tot een minimum beperkt. Het beleid van het Agentschap in de periode 2016-2019 was erop gericht de verhandelbaarheid van de staatsobligaties zo hoog mogelijk te houden, waardoor de liquiditeitspremie werd beperkt. De beperkte aanvullende flexibiliteit die het Agentschap is gaan hanteren in zijn financieringsbeleid, heeft niet tot hogere risicopremies geleid op de kapitaalmarkt. Wel heeft de verlaging van de omvang van de 10-jaarslening naar €12 miljard geleid tot een significante toename van de bid-ask spread van 0,4 bp, wat kan duiden op afgenomen liquiditeit. De Primary Dealers hebben echter nauwelijks tot geen effecten waargenomen op de liquiditeit in de kapitaalmarkt en achten ook de liquiditeit in DTC's voldoende.

Kijkend naar de centrale onderzoeksvraag:

In hoeverre heeft het gevoerde beleid bijgedragen aan schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke kosten onder acceptabel risico voor de begroting?

kan geconcludeerd worden dat het Agentschap de staatsschuld heeft gefinancierd binnen de daarvoor voor de beleidsperiode 2016-2019 gestelde risicokaders (acceptabel risico), en dit, met in achtname van de kernwaarden transparantie, consistentie en liquiditeit, nauwelijks goedkoper kon doen bij een gelijkblijvend risico (zo laag mogelijke kosten). Het beleid van het Agentschap in 2016-2019 is dan ook doeltreffend en doelmatig geweest.

Tot slot kan worden vastgesteld dat het Agentschap opvolging heeft gegeven aan de vijf aanbevelingen uit de beleidsdoorlichting 2015 die zijn genoemd in paragraaf 1.2:

- De risico-indicatoren gemiddelde looptijd en renterisicobedrag (RRB) zijn SMART, waarbij de het RRB nog aan eenduidigheid en robuustheid kan winnen;
- De afhankelijkheid van swaps is afgenomen in de zin dat de omvang van de swapportefeuille verder is afgebouwd en geen nieuwe swaps zijn afgesloten op de kapitaalmarkt. Wel is de beëindiging van swaps ingezet om de streefwaarden voor de risico-indicatoren te halen. Alternatieve strategieën zonder voortijdige beëindiging van swaps of met andere inzet van swaps waren onaantrekkelijk, want niet consistent met het financieringsbeleid of relatief duur;
- Mede gezien de historisch lage rentes, is de gemiddelde looptijd van de portefeuille in de periode 2016-2019 verlengd naar 6,5 jaar ultimo 2019;
- Het Agentschap is in beperkte mate meer flexibiliteit gaan hanteren in zijn financieringsbeleid. Dit heeft niet tot hogere risicopremies geleid op de kapitaalmarkt. Wel heeft de verlaging van de omvang van de 10-jaarslening naar €12 miljard geleid tot een significante toename van de bid-ask spread van 0,4 bp, wat kan duiden op afgenomen liquiditeit. De Primary Dealers hebben nauwelijks tot geen effecten waargenomen op de liquiditeit in de kapitaalmarkt en achten ook de liquiditeit in DTC's voldoende;
- In 2017 is een tussentijdse evaluatie uitgevoerd, vanwege de lagere staatsschuld. Dit, leidde niet tot wezenlijke nieuwe inzichten die om aanpassing van het beleidskader vroegen.

5.2 Aanbevelingen

De bevindingen in deze beleidsdoorlichting leiden tot de volgende aanbevelingen:

- Maak expliciet wat de (maximale) risicobereidheid is van het Rijk ten aanzien van schuldmanagement en kies een risico-indicator die deze risicobereidheid meet.
 - Gebruik daarbij een stochastisch model om ex ante verschillende portefeuilles onder bepaalde scenario's van rente en financieringsbehoeften te analyseren om de (gewogen) impact van schokken te beoordelen.
 - Maak gebruik van scenario's voor het voorspellen van economische en begrotingsontwikkelingen die overeenkomen met scenario's die gebruikt worden door overheidsinstanties en marktpartijen.
 - Bekijk de effecten van verschillende scenario's op het verloop van de risico-indicatoren ook op de langere termijn.
 - Bekijk of de wijze waarop het RRB als risico-indicator wordt berekend eenduidiger en robuuster kan.
- Houd rekening met de afhankelijkheid tussen het renterisicokader en het financieringsbeleid..
- Houd de transparantie en consistentie op het huidige hoge niveau door zowel de markt als het publiek op de huidige wijze te blijven informeren. Laat tegelijkertijd ruimte voor flexibiliteit in het financieringsbeleid. Prioriteer bij een teruglopende financieringsbehoefte welke staatsleningen uitgegeven moeten worden en welke niet.
- Overweeg de liquiditeit van Nederlands schuld papier meer op continue basis te monitoren aan de hand van meer verschillende indicatoren.
- Blijf waken voor een te grote afhankelijkheid van swaps. Blijf tegelijkertijd swaps als een valide instrument beschouwen voor het bijsturen van renterisico's wanneer het bijsturen met alleen schulduitgiften niet wenselijk wordt geacht, bijvoorbeeld om liquiditeits- en/of consistentieredenen. Streef daarbij een zo efficiënt mogelijke uitvoering van de te volgen swapstrategie na, bijvoorbeeld door:
 - een expliciete benchmark te formuleren waaraan de prestaties van de swaptransacties worden afgemeten;

- te beoordelen of vanuit kosten/risico overwegingen het te prefereren is om nieuwe swaps af te sluiten of bestaande swaps te beëindigen en – in het geval van nieuw af te sluiten swaps – of een centrale tegenpartij (CCP) of een bilaterale overeenkomst met een tegenpartij te prefereren is;
- In het beleidskader 2016-2019 is opgenomen dat het beleid tussentijds zal worden geëvalueerd indien veranderende marktomstandigheden daartoe aanleiding geven. In plaats daarvan kan worden overwogen direct bij aanvang van het nieuwe beleidskader te bepalen dat een tussentijdse evaluatie zal plaatsvinden.

De aanbevelingen vormen concrete input die kunnen worden meegenomen bij het vaststellen van het nieuwe beleidskader voor de komende periode. De kabinetsreactie bij de beleidsdoorlichting zou tot uitdrukking moeten brengen in hoeverre bij het formuleren van nieuwe beleidskader rekening is gehouden met de aanbevelingen.

5.3 Verbeterparagraaf

De verbeterparagraaf in deze beleidsdoorlichting is bedoeld om in een volgende beleidsevaluatie (meer) inzicht te geven in de doelmatigheid en doeltreffendheid van het beleid. De verbeterparagraaf is een hulpmiddel om aan te geven hoe deze verbetering in de toekomst vorm kan worden gegeven.

In opdracht van het Agentschap heeft een onafhankelijk externe partij (SEO Amsterdam Economics) zowel kwalitatief als kwantitatief onderzoek gedaan naar het financieringsbeleid en het renterisicokader. Dit onderzoek is op wetenschappelijke basis tot stand gekomen en toont aan het dat beleid in grote mate doelmatig en doeltreffend is geweest. Het onderzoek naar het renterisicokader is tot stand gekomen met een geavanceerd model voor het optimaliseren van de staatsschuld portefeuille. Het is dus mogelijk om op basis van het beschikbare onderzoeksmateriaal conclusies te trekken over de doeltreffendheid en doelmatigheid van het renterisicokader en financieringsbeleid.

Ondanks de wetenschappelijke en modelmatige methode om de doeltreffendheid en doelmatigheid van het renterisicokader te bepalen heeft het model ook zijn beperkingen. Zo zijn swaps niet meegenomen in het model, waardoor de analyses exclusief de kosten en risico effecten zijn, die gepaard gaan met de bestaande swap portefeuille. Ook de mogelijkheid om nieuwe swaps af te sluiten om het risicoprofiel van de staatsschuld portefeuille bij te sturen zijn niet in het onderzoek meegenomen. In paragraaf 4.3 is daarom een aparte analyse gedaan van de in deze beleidsperiode gevolgde swapstrategie. Deze analyse staat *naast* de bevindingen van SEO over doeltreffendheid en doelmatigheid, in plaats van daar onderdeel van uit te maken. Aanbevolen wordt om in volgende analyses het effect van de swapportefeuille in de analyse naar doelmatigheid mee te nemen.

Ook was soms een vertaalslag nodig – letterlijk en figuurlijk – om de bevindingen van SEO in de vorm van een beleidsdoorlichting te presenteren. Deze exercitie, in combinatie met de aanvullende analyses die over swaps gedaan moesten worden, maakt dat te overwegen is een volgende evaluatie of beleidsdoorlichting *volledig* door een externe partij te laten schrijven.

Om de resultaten van de beleidsdoorlichting te kunnen gebruiken als de basis voor het nieuwe beleidskader, is de beleidsdoorlichting grotendeels geschreven in 2019 – een jaar dat onderdeel uitmaakt van de te evalueren periode. Nadeel hiervan is dat niet alle resultaten over 2019 in de evaluatie konden worden betrokken.

Om dit nadeel in de toekomst enigszins te mitigeren, valt te overwegen bij een volgende beleidsdoorlichting over een langere periode te schrijven, bijvoorbeeld 7 jaar. Tussentijds kunnen dan kleinere evaluaties worden gedaan, om indien nodig bijstellingen te doen aan het beleid.

5.4 Beantwoorden RPE-vragen

In de Regeling Periodiek Evaluatieonderzoek is vastgelegd aan welke eisen een beleidsdoorlichting moet voldoen. De regeling schrijft voor dat 15 onderzoeksvragen moeten worden beantwoord. Ieder van deze vragen worden in de beleidsdoorlichting behandeld en worden in deze paragraaf samengevat.

1. Welk(e) artikel(en) (onderdeel of onderdelen) wordt of worden behandeld in de beleidsdoorlichting?

In deze beleidsdoorlichting wordt artikel 11 ‘Financiering Staatsschuld’ van de begroting van Financiën en Nationale Schuld geëvalueerd over de periode van 2016 tot en met 2019. De beleidsdoorlichting wordt gedurende 2019 geschreven zodat het jaar 2019 niet in zijn volledigheid kan worden meegenomen in de analyse. De bevindingen worden zoveel mogelijk meegenomen in de nieuwe kaders voor financierings- en risicobeleid die op 1 januari 2020 van kracht worden. In paragraaf 1.3 is de afbakening uitgewerkt.

2. Indien van toepassing: wanneer worden / zijn de andere artikelonderdelen doorgelicht?

Niet van toepassing. Het volledige artikel wordt doorgelicht.

3. Wat was de aanleiding voor het beleid? Is deze aanleiding nog actueel?

Na het aftreden van Koning Willem I in 1840 viel het beheer van de financiën niet langer aan de koning persoonlijk toe, maar werd de minister van Financiën verantwoordelijk gesteld. Om hem te helpen met deze nieuwe verantwoordelijkheden werd op 22 maart 1841 het Agentschap opgericht. In de loop der tijd zijn als belangrijkste doelstellingen en taken van het Agentschap geformuleerd: het dekken van de financieringsbehoefte van de staatsschuld, het reguleren van het schatkistsaldo en het ontwikkelen van beleid waarbij een afgewogen balans tussen risico en kosten centraal staat. Schuldfinanciering is onlosmakelijk verbonden met andere begrotingsonderdelen. Het begrotingssaldo – dat door de schuldmanager gefinancierd moet worden – is grotendeels het resultaat van keuzes in het begrotingsbeleid. Verder moet de schuldmanager vanuit historisch perspectief een optimale balans kiezen tussen kosten en risico voor de bestaande schuld omvang en –samenstelling. De aanleiding voor het beleid is dus nog altijd actueel.

4. Wat is de verantwoordelijkheid van de rijksoverheid?

De Rijksoverheid voert verschillende wettelijke taken uit op landelijk niveau. Het uitvoeren van deze taken gaat gepaard met inkomsten en uitgaven. Om deze taken te financieren is cashmanagement (de regulering van het schatkistsaldo) en schuldfinanciering noodzakelijk. De meeste landen hebben hiervoor dan ook een schuldmanager aangesteld. Voor Nederland is deze taak geregeld in artikel 4.18 van de Comptabiliteitswet 2016. Dat artikel regelt dat de minister van Financiën is belast met deze taak. Via verschillende mandaten is geregeld dat de uitvoering van deze taak ligt bij het Agentschap van de Generale Thesaurie (zie ook paragraaf 1.1).

5. Wat is de aard en samenhang van de ingezette instrumenten?

Het Agentschap gebruikt verschillende instrumenten om de staatsschuld te financieren, binnen de kaders van het financieringsbeleid en het renterisicokader. Elk jaar stelt de minister van Financiën op voorstel van het Agentschap het financieringsplan vast, dat een concretisering is van de inzet van deze instrumenten. De Aan de basis van het financieringsplan ligt de inventarisatie van de omvang van de financieringsbehoefte van de Nederlandse Staat, bestaande uit aflossingen van bestaande leningen en het verwachte kassaldo (tekort of overschot). Om de financieringsbehoefte te dekken geeft het Agentschap staatsobligaties met verschillende looptijden van langer dan een jaar uit op de kapitaalmarkt en verschillende instrumenten van een jaar of korter op de geldmarkt (Dutch Treasury Certificates, Commercial

Paper en andere instrumenten). Verder kan het Agentschap onder voorwaarden overtollige middelen uitzetten bij De Nederlandse Bank en maakt het Agentschap gebruik van verschillende derivaten om risico's af te dekken. De aard en samenhang van de instrumenten worden nader uitgelegd in paragraaf 2.1. Verder wordt het financieringsbeleid nog nader uitgewerkt in paragraaf 3.2.

6. Met welke uitgaven gaat het beleid gepaard, inclusief kosten op andere terreinen of voor andere partijen?

De uitgaven van artikel 11 bestaan uit rentelasten, aflossing van schuld en overige kosten (zoals provisiekosten, personeelskosten en kosten voor ICT). De opbrengsten bestaan uit renteopbrengsten en de uitgifte van schuld. De uitgaven en ontvangsten voor artikel 11 worden in paragraaf 2.4 behandeld.

7. Wat is de onderbouwing van de uitgaven? Hoe zijn deze te relateren aan de componenten volume/gebruik en aan prijzen/tarieven?

De uitgaven en ontvangsten hangen nauw samen met de ontwikkeling van de rente en de omvang en samenstelling van de staatsschuld (en daarmee met begrotingsontwikkelingen). De afgelopen jaren worden gekenmerkt door een daling van de rente (die buiten de invloedssfeer van het Agentschap ligt) en staatsschuld (in beginsel binnen de invloedssfeer van de minister van Financiën, maar buiten de invloedssfeer van het Agentschap). De staatsschuld is gedaald van € 363 miljard in 2016 tot € 330 miljard in 2018. Voor 2019 wordt de staatsschuld geraamd op € 328 miljard. De EMU-relevante rentelasten zijn gedaald van € 7,4 miljard in 2016 tot € 6,0 miljard in 2018. Voor 2019 worden de EMU-relevante rentelasten voor artikel 11 begroot op € 5,6 miljard.

8. Welke evaluaties (met bronvermelding) zijn uitgevoerd, op welke manier is het beleid geëvalueerd en om welke redenen?

SEO Economisch Onderzoek heeft in opdracht van het Agentschap onderzoek gedaan naar de doeltreffendheid en doelmatigheid van zowel het renterisicokader als het financieringsbeleid. Een groot deel van de uitkomsten van dit onderzoek dient als input voor deze beleidsdoorlichting. Tevens worden de uitkomsten en aanbevelingen gebruikt voor de nieuwe kaders voor financierings- en renterisicobeleid die op 1 januari 2020 ingaan.

9. Welke beleidsonderdelen zijn (nog) niet geëvalueerd? Inclusief uitleg over de mogelijkheid en onmogelijkheid om de doeltreffendheid en de doelmatigheid van het beleid in de toekomst te evalueren.

Alle onderdelen zijn geëvalueerd. Het Agentschap evalueert zijn beleid elke vier jaar, mede omdat de beleidsdoorlichting input vormt voor de nieuwe kaders die elke vier jaar worden vastgesteld.

10. In hoeverre maakt het beschikbare onderzoeksmateriaal uitspraken over de doeltreffendheid en de doelmatigheid van het beleidsterrein mogelijk?

SEO heeft in opdracht van het Agentschap zowel kwalitatief als kwantitatief onderzoek verricht naar de doelmatigheid en doeltreffendheid van het renterisicokader en het financieringsbeleid. Op basis dit onderzoek kunnen conclusies worden getrokken of het beleid doeltreffend en doelmatig is geweest. In paragraaf 4.7 worden de uitkomsten van het SEO onderzoek nader uitgewerkt.

11. Zijn de doelen van het beleid gerealiseerd?

12. Hoe doeltreffend is het beleid geweest? Zijn er positieve en/of negatieve neveneffecten?

13. Hoe doelmatig is het beleid geweest?

De vragen 11 t/m 13 worden beantwoord in het onderzoek dat SEO heeft gedaan, wat in paragraaf 4.6 nader is uitgewerkt. De algemene doelstelling van artikel 11 luidt: 'Schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke rentekosten onder acceptabel risico voor de

begroting' (zie ook paragraaf 1.1). Doelmatigheid is daarmee impliciet onderdeel van de doelstelling. SEO toont door middel van hun onderzoek aan dat het beleid van het Agentschap doeltreffend en doelmatig is geweest. Het financieringsbeleid voldoet aan de internationale standaarden van consistentie, transparantie en verhandelbaarheid/liquiditeit. Door een consistent en transparant financieringsbeleid te voeren wordt de onzekerheidspremie tot een minimum beperkt. Verder is het beleid van het Agentschap erop gericht de verhandelbaarheid van de staatsobligaties zo hoog mogelijk te houden, waardoor de liquiditeitspremie wordt beperkt. Door deze uitgangspunten is de schuldfinanciering zo goed mogelijk gegarandeerd tegen zo min mogelijk rentekosten.

In 2015 heeft het Agentschap een nieuw renterisicokader vastgesteld. De analyse van SEO geeft aan dat gegeven het financieringsbeleid en uitgaande van de informatie die in 2015 beschikbaar was de rentelasten van het Agentschap nauwelijks verlaagd konden worden bij een gelijkblijvend risico. Hiermee kan geconcludeerd worden dat het beleid van het Agentschap doeltreffend en doelmatig is geweest. SEO geeft echter aan dat de ex ante analyse van het Agentschap die ten grondslag lag aan de vaststelling van het nieuwe renterisicokader op onderdelen verbeterd kan worden.

14. Welke maatregelen kunnen worden genomen om de doelmatigheid en doeltreffendheid verder te verhogen?

SEO doet in haar evaluatie van het renterisicokader en financieringsbeleid een aantal aanbevelingen die de doeltreffendheid en doelmatigheid van het beleid kunnen verbeteren. Daarnaast heeft het Agentschap zelf een aantal aanbevelingen geformuleerd. Alle aanbevelingen zijn opgenomen in paragraaf 5.2.

15. In het geval dat er significant minder middelen beschikbaar zijn (-/- circa 20% van de middelen op het (de) beleidsartikel(en)), welke beleidsopties zijn dan mogelijk?
In paragraaf 4.4.2. worden drie besparingsvarianten besproken voor artikel 11.

Bijlage 1: Afkortingen en begrippenlijst

Bid-ask spread - Het verschil tussen de hoogste prijs waarvoor kopers bereid zijn een effect te kopen en de laagste prijs waarvoor verkopers het willen verkopen. Een kleiner verschil duidt in de regel op lagere transactiekosten en meer liquiditeit op de secundaire markt.

Bruto binnenlands product (BBP) – De totale toegevoegde waarde van alle geproduceerde finale goederen en diensten in een land gedurende een bepaalde periode (meestal een jaar). Ook wel bekend als ‘de omvang van de economie’

Commercial Paper (CP) - Gestandaardiseerd schuldpapier uitgegeven door het Agentschap, met flexibele start- en einddata en met korte looptijden, variërend van 1 dag tot 12 maanden. Commercial Paper kan worden geplaatst bij investeerders in de VS in de vorm van US Commercial Paper (US CP) en bij investeerder buiten de VS in de vorm van Euro CP (ECP). US CP wordt alleen uitgegeven in Amerikaanse dollars en ECP in euro's, Amerikaanse dollars, Britse ponden, Zwitserse francs en Noorse kronen.

Commercial Paper Dealer (CPD) - Banken aangesteld door het Agentschap voor de afname, promotie en distributie van Commercial Paper. Deze banken worden geselecteerd uit de groep Primary Dealers en Single Market Specialists.

Comptabiliteitswet 2016 - De Comptabiliteitswet 2016 bevat het wettelijk kader voor het beheer, de controle en de verantwoording van de financiën van het Rijk. Zie Stb. 2017, 139.

Coupon – De jaarlijkse rente die houders van staatsobligaties ontvangen. De couponbetalingen van DSTA vinden jaarlijks plaats op van te voren vastgestelde standaarddagen, meestal 15 januari of 15 juli. De term ‘coupon’ stamt uit de tijd dat een obligatie bestond uit een hoofdblad (mantel) met daaraan een aantal rentecoupons. De houder kon jaarlijks de betreffende coupon losknippen en bij de (centrale) bank inleveren om rente te ontvangen. Tegenwoordig gaat de rentebetaling via elektronische weg, maar het begrip coupon is blijven bestaan. Op de aflooptdatum van de staatsobligatie wordt de laatste rentecoupon en het nominaal bedrag (de aflossing) betaald.

CPB - Centraal Planbureau (www.cpb.nl)

Derivaten - Financiële producten waarvan de waarde ontleend wordt aan de waarde van een ander product. De prijs van een derivaat hangt onder meer af van fluctuaties in de waarde van het onderliggende product. Het Agentschap gebruikt derivaten (swaps), om risico's inherent aan kapitaal- en geldmarkttuitgiften af te dekken.

DNB - De Nederlandsche Bank (www.dnb.nl)

DSTA - Dutch State Treasury Agency oftewel het Agentschap van de Generale Thesaurie van het ministerie van Financiën. De schuldmanager van de Nederlandse staat.

Dutch Direct Auction (DDA) – Eén van de drie veilingtechnieken die het Agentschap gebruikt. De DDA wordt gebruikt voor het veilen van staatsobligaties met een middellange tot lange looptijd. In het DDA-systeem kunnen eindbeleggers met behulp van één (of meerdere) Primary Dealer(s) direct deelnemen aan een veiling van nieuwe Nederlandse staatsobligaties. Voorafgaand aan de veiling stelt het Agentschap een bandbreedte vast voor de spread (meestal t.o.v. een Duitse lening) waarbinnen beleggers biedingen kunnen inleggen. De beleggers geven aan welke hoeveelheid van de uit te geven

lening zij per spread zouden willen afnemen. Na het sluiten van het veilingboek wijst het Agentschap leningen toe aan beleggers tegen een uniforme prijs.

Dutch Treasury Certificate (DTC) – zie schatkistpapier

Dutch State Loans (DSL's)- zie staatsobligaties

EMU-saldo - Het EMU-saldo (ook wel overheidssaldo genoemd) is de optelsom van alle inkomsten en uitgaven van de rijksoverheid en de decentrale overheden op transactiebasis. Eurostat heeft vastgesteld welke posten bijdragen aan het EMU-saldo. Financiële transacties zoals het verstrekken van (studie)leningen, het verkopen van staatsbezit of de rente ontvangen op renteswaps worden niet meegenomen in het EMU-saldo.

EMU-schuld - De schuld van de hele collectieve sector, inclusief die van decentrale overheden en agentschappen.

IMF - Internationaal Monetair Fonds (www.imf.org)

Lender of last resort - De instelling die banken of andere instituten van liquiditeit voorziet in situaties waarin andere instellingen die liquiditeit niet verstrekken. Het Agentschap treedt op als lender of last resort door met de repofaciliteit schaars schuldpapier kortstondig uit te lenen aan banken.

Liquiditeit - De verhandelbaarheid van bijvoorbeeld waardepapier, zoals staatspapier. De mate van liquiditeit in de secundaire markt bepaalt of grote aan- en verkooporders verhandeld kunnen worden zonder dat dit een substantieel effect op de prijs (koers) heeft.

Looptijd - Periode waarover een lening wordt aangegaan.

Onderpand - Waarborg in de vorm van waardepapieren of geld die als zekerheid dient dat uitgeleende gelden terugbetaald zullen worden. Het Agentschap ontvangt onderpand voor swaps met een positieve marktwaarde.

Outlook - Jaarlijkse publicatie van het Agentschap in december. In de Outlook wordt teruggeblikt op het afgelopen jaar en vooruitgekeken naar de financiering van de staatsschuld in het komende jaar.

Payerswap: zie renteswap

Primary Dealers (PD's) - Banken aangesteld door het Agentschap voor de duur van één jaar voor de afname, promotie en distributie van Nederlandse staatsleningen en schatkistpapier.

Quoteerverplichting - Verplichting voor Primary Dealers en Single Market Specialists om actief competitieve aan- en verkoopprijzen af te geven voor Nederlands schuldpapier in de secundaire markt. Quoteren draagt bij aan de verhandelbaarheid van het Nederlandse schuldpapier.

Receiverswap: zie renteswap.

Rentecurve - De grafiek waarin het verband tussen de rente en de verschillende looptijden van Nederlands schuldpapier wordt weergegeven.

Renterisico - Het risico dat de rentelasten op de staatsschuld stijgen door veranderingen in de rente.

Renterisicobedrag (RRB) - Het deel van de schuld- en swapportefeuille waarover de rente binnen 12 maanden opnieuw moet worden vastgesteld, uitgedrukt als percentage van de schuld.

Renteswap - Een contract tussen twee partijen waarin wordt overeengekomen om gedurende de looptijd van de swap een vaste rente te ruilen tegen een variabele rente. Bij een *payerswap* moet een

vaste rente worden betaald en wordt een variabel rentetarief ontvangen. Bij een *receiver* swap wordt een vast rente ontvangen en een variabele rente betaald.

Repofaciliteit - Een faciliteit waarmee het Agentschap DTC's en DSL's voor korte tijd verkoopt en tegelijkertijd weer terugkoopt op een datum in de toekomst. De repofaciliteit staat ter beschikking van de Primary Dealers.

RPE - Regeling Periodiek Evaluatieonderzoek

Schatkistpapier (DTC) - Schuldbewijzen van de Staat met looptijden tot en met 12 maanden. Ook bekend als Dutch Treasury Certificates. DTC's worden op vooraf vastgestelde data uitgegeven.

Single Market Specialists (SMS) - Banken aangesteld door het Agentschap voor de duur van één jaar voor de afname, promotie en distributie van Nederlands schatkistpapier (DTC's).

Spread - Het verschil tussen twee rentes.

Staatsobligaties (DSL) - Schuldbewijzen van de Staat met looptijden langer dan een jaar. Ook bekend als Dutch State Loans (DSL's). De houders van DSL's ontvangen jaarlijks de couponrente.

Staatsschuld / Nationale schuld - Het totaal van de uitstaande geldelijke leningen van de Staat (vaste en vlottende schuld).

SEO - SEO Economisch Onderzoek (www.SEO.nl)

Swapportefeuille - Het totaal aan swaps afgesloten door de Nederlandse Staat.

Swaprente - De vaste rente die op een swap wordt betaald of ontvangen.

Tapveilingen/ toonbankveilingen – Veilingmethode die door het Agentschap met name wordt gebruikt voor het heropenen van DSL's. Het Agentschap maakt bij de start van de veiling de prijs bekend die afhankelijk van de marktomstandigheden tijdens de veiling kan worden aangepast. Primary bepalen welke hoeveelheid ze tegen de gestelde prijs wensen af te nemen. Zodra het gewenste volume binnen een van tevoren gecommuniceerde bandbreedte is bereikt, wordt de veiling gesloten.

Valutaswap - Transactie waarbij twee partijen voor een vastgestelde periode valuta's met elkaar ruilen tegen een vooraf overeengekomen koers.

Vaste schuld - Leningen met een oorspronkelijke looptijd van meer dan een jaar.

Vlottende schuld - Leningen met een oorspronkelijke looptijd van maximaal een jaar.

Volatiliteit - De mate van bewegelijkheid van de koers (of rente) van een financieel product.

Bijlage 2: Oordeel externe deskundige

Aan:

Elvira Eurlings, Agent,
Ministerie van Financiën
Agentschap Generale Thesaurie
CB 3.20, Postbus 20201
2500 EE Den Haag

Amsterdam, 16 september 2019

Onderwerp: Oordeel onafhankelijke deskundige aangaande de beleidsdoorlichting 2019 van "Artikel 11 Financiering staatsschuld"

Geachte mevrouw Eurlings, beste Elvira,

In 2019 is het artikel 11 "Financiering staatsschuld" uit hoofdstuk IX van de Rijkbegroting doorgelicht conform de Regeling Periodiek Evaluatieonderzoek. Artikel 11 heeft tot doel om de schuldfinanciering van de staat tegen zo laag mogelijke rentekosten te realiseren met een acceptabel risico voor de rijksbegroting. Ik heb als onafhankelijk deskundige zoals bedoeld in bovengenoemde regeling deelgenomen aan deze doorlichting. Ondergenoemd oordeel en bijgevoegde toelichting zijn van mij persoonlijk en betreffen niet de positie van De Nederlandsche Bank.

De opzet van de huidige doorlichting was vergelijkbaar met de vorige uit 2015 en bouwde hierop voort. Specifiek richtte de huidige evaluatie zich op doelmatigheid en doeltreffendheid van het financieringsbeleid en het renterisicobeleid als belangrijkste onderdelen van Artikel 11. De aanbevelingen van destijds zijn ook geëvalueerd. Nieuw was een inhoudelijk onderzoek door Stichting Economisch Onderzoek (SEO) voorafgaand aan de doorlichting welke ook besproken is in de stuurgroep.

De beleidsdoorlichting is geleid door een stuurgroep onder voorzitterschap van uzelf waarin ik plaats had. Verder waren verschillende delen van het Ministerie van Financien (MinFin) vertegenwoordigd waaronder de programmadirecteur van de operatie Inzicht in Kwaliteit bij MinFin. Ook nieuw was de betrokkenheid van de Commissie Beleidsevaluaties binnen MinFin. De onderlinge rolverdeling tussen mijzelf en deze twee andere belanghebbenden was niet helemaal duidelijk.

De stuurgroep is in totaal vier keer bijeen gekomen met een duidelijke agenda en goede stukken. Discussies vonden ordelijk plaats met brede participatie vanuit een kritische maar constructieve houding. Relevante punten zijn door het Agentschap op correcte wijze verwerkt. Naast de stuurgroepbijeenkomsten heb ik enkele malen contact gehad met medewerkers van het Agentschap over achtergrondvragen.

Het rapport concludeert dat het financieringsbeleid en het renterisicobeleid als belangrijkste onderdelen van Artikel 11 doelmatig en doeltreffend zijn uitgevoerd. Verder scoort het Agentschap goed op de kernwaarden consistentie, transparantie en liquiditeit, ook in internationaal perspectief. De risicoindicatoren looptijd en renterisicobudget hebben hun werk gedaan in het meten en beperken van renterisico's. Het gebruik van renteswaps is significant afgenomen zoals was

beoogd. De aanbevelingen hebben onder andere betrekking op de maximale risicobereidheid (en indicatoren), het gebruik van (stochastische) scenario's en de interactie tussen financieringsbeleid en renterisicobeleid,

Naar mijn oordeel heeft er een gedegen evaluatie plaatsgevonden. Ik onderschrijf de conclusies en de aanbevelingen met inachtneming van enkele punten hieronder genoemd. Sommige van deze punten zijn ook reeds (gedeeltelijk) in het rapport zelf of door SEO naar voren gebracht.

Een degelijke onderbouwing van de risico-indicatoren en de drempelwaardes is wenselijk. De nu gebruikte risico-indicatoren zeggen iets over het risicoprofiel van de staatsschuld, maar een duidelijke onderbouwing ontbreekt. De streefwaarden zijn grotendeels historisch bepaald. Zo is het niet duidelijk welke risico's zich materialiseren als het renterisicobedrag boven de 18% komt of als significant wordt afgeweken van een gemiddelde looptijd van 6,4 jaar. Ook is het niet duidelijk of de set aan indicatoren compleet is. Een afname van marktliquiditeit of een verslechtering van de kredietwaardigheid van de Nederlandse staat zijn ook risico's voor de schuldfinanciering maar worden niet gedekt door de huidige indicatoren looptijd en renterisicobedrag. Met een compleet overzicht van de risico's en corresponderende risico-indicatoren kan vervolgens een risicobereidheid worden geformuleerd (ook wel "risk appetite").

Ook de explicitering van het beleid op andere onderdelen zal verdere doelmatigheid ten goede komen. Ik geef 3 voorbeelden: (1) Renteswaps zullen een belangrijk instrument blijven voor het Agentschap maar een concrete swapstrategie moet nog worden uitgewerkt. (2) De gekozen gemiddelde looptijd van de schuldportefeuille hangt af van de kosten en het renterisico maar volgt geen expliciet besliskader. (3) Als vooraf bepaald wordt welke significante veranderingen van rentecurves en financieringsbehoefte aanleiding geven tot bepaalde koerswijzigingen zal tussentijdse beleidsbijsturing waarschijnlijk niet nodig zijn.

Een inhoudelijk diepgaande evaluatie door een externe partij (zoals SEO) in plaats van of voorafgaand aan de beleidsdoorlichting is ook in de toekomst wenselijk. Medewerkers van het Agentschap leveren goed werk, maar hebben baat bij een kritische inhoudelijke blik van buiten. Een of meerdere externe deskundigen kunnen een diepgaande inspanning vaak niet leveren gezien hun reguliere werkzaamheden. Een kwalitatief gedegen onderzoek zoals dat van SEO vergroot de toegevoegde waarde van de doorlichting significant en is daarmee kosteneffectief.

Met vriendelijke groet,

dr.ir. Paul P.F. Wessels
Afdelingshoofd Risicomanagement, divisie Financiële Markten
De Nederlandsche Bank N.V.