RISICOMANAGEMENT VAN DE STAATSSCHULD

EVALUATIE VAN HET BELEID 2008-2011

&

BELEID 2012-2015

2011
Agentschap
Ministerie van Financiën

INHOUD

LIJST MET FIGUREN 3
LIJST MET TABELLEN 4
Management samenvatting 5
Staatsschuld, financieringsbeleid en risicomanagement 5
Risicokader 2008-2011 en keuze voor de 7-jaars gecentreerde portefeuille 7
Evaluatie risicokader 2008-2011 8
Risicomanagementkader 2012-2015: continueren van het huidige beleid en ruimte voor verstandige afwijkingen 11
I Principes en theoretisch kader schuldmanagement 16
I.1 Algemeen geaccepteerde principes van schuldmanagement 16
I.2 Aansluiting met theoretische benaderingen van risicomanagement 17
I.3 Schuldmanagement van de Nederlandse Staat en evaluatie 19
II Risicomanagement en schuldfinanciering 20
II.1 Financieringsbeleid, herfinancierings- en liquiditeitsrisico 20
II.2 Marktrisico - valutarisico 22
II.3 Marktrisico - rentekosten en renterisico en gebruik van swaps 22
II.3.1 Afruil kosten en risico- modelbenadering 23
II.3.2 Risicokader als vangrail 25
II.3.3 Uiteindelijke keus – risicopreferentie aansluitend op begrotingsbeleid 26
II.4 Kredietrisico, settlement risico en concentratierisico 27
III. Evaluatie risicomanagementkader 2008 - 2011 29
III.1 Een benchmark voor de staatsschuld 29

III.2 Risico ten opzichte van de benchmark 31
III.3 Resultaat ten opzichte van de benchmark in termen van kosten 34
III.3.1 Effect van swaps in het resultaat ten opzichte van de benchmark 36
III.4 Risicokader als vangrail voor extreme situaties 38
IV. Risicomanagementkader 2012 - 2015 41
IV.1 Schuld- en risicobeleid 2012-2015 41
IV.2 Inputparameter voor modelanalyse 2012-2015 41
IV.2.1 Het beoogde en tegenvallende ontwikkeling van het begrotingssaldo 41
IV.2.2 Renteschokken en het ongunstige rentescenario 42
IV.3 Rentekosten en -risico voor de periode 2011-2015 43
IV.3.1 Gevolgen van kleinere schokken in de rente 45
IV.3.2 Overwegingen bij de keuze voor het risicobeleid 2012-2015 47
IV.4 Ruimte voor afwijkingen 48
Bijlage 1: Stockholm principes 51
Bijlage 2: Relatie schuldmanagement en budgettair beleid 52
Bijlage 3: Relatie schuldmanagement en monetair beleid en financiële stabiliteit 55
Bijlage 4: Waarom gecentreerde portefeuilles efficiënt zijn 58
Bijlage 5: Financieringsbeleid en afwijkingen van een efficiënte portefeuille 59
Bijlage 6: Afwijkingen ten opzichte van benchmark en duration 63
Bijlage 7: Rentekosten en risico in evenwichtssituaties 65

LIJST MET FIGUREN

Figuur 1: Aflosprofiel ultimo 2010 (€ mld) 5
Figuur 2: Afruil tussen kosten en risico over een bepaalde periode..... 6
Figuur 3: Risicoprofiel van 7-jaars gecentreerde portefeuille ultimo 2010 (€ mld) 6
Figuur 4: Risicoprofiel van swapportefeuille ultimo 2010 (€ mld) 9
Figuur 5: Risicoprofiel per ultimo 2010 van de schuldportefeuille excl. swaps uit 2008-2010 en van de swaps uit 2008-2010 (€ mld) 10
Figuur 6: Beoogde en tegenvallende ontwikkeling begrotingssaldo (€ mld) 12
Figuur 7: Aflosprofiel ultimo 2010 (€ mld) 22
Figuur 8: Afruil tussen kosten en risico.....25
Figuur 9: Risicoprofiel van twee gecentreerde portefeuille ultimo 2010 (€ mld) 25
Figuur 10: Saldo wordt geparkeerd en volgend jaar verwerkt in de benchmark 29
Figuur 11: Risicoprofiel van de schuldportefeuille inclusief swaps ultimo 2010 (in € mld) 32
Figuur 12: Risicoprofiel van de benchmark ultimo 2010 (in € mld) 32
Figuur 13: Risicoprofiel van de schuldportefeuille per ultimo 2010 exclusief de swaps afgesloten vanaf 1-1-2008 (in € mld).....34
Figuur 14: Effect van swaps afgesloten in 2008,2009, 2010 op het risicoprofiel (in € mld) 37
Figuur 15: Samenstelling staatsschuld (uitstaande stand) ultimo jaar 39
Figuur 16: Jaarlijkse rentekosten en omvang staatsschuld per ultimo jaar 2003-2010 (in € mld).....40
Figuur 17: Gemiddelde coupon op staatsleningen (DSLs) per ultimo jaar (%) 40
Figuur 18: Ontwikkeling EMU-schuld (%BBP) 41
Figuur 19: Begrotingstekort / kastekort (€ mld) 42
Figuur 20: Rentecurve (t=0) voor looptijden tot 30 jaar (horizontale as), daaruit afgeleide curve 5 jaar later en een curve 5 jaar later in geval van een ongunstige ontwikkeling van de rente.....43
Figuur 21: Kosten en risico voor verschillende financieringsstrategieën gecumuleerd over 2011-2015 bij beoogde ontwikkeling van het begrotingssaldo (€ mld).....43
Figuur 22: Kosten en risico voor verschillende financieringsstrategieën gecumuleerd over 2011-2015 bij beoogde en ongunstige ontwikkeling van het begrotingssaldo (€ mld) 44
Figuur 23: Schuldquote (EMU schuld) als percentage van BBP.....53
Figuur 24: Schulddynamiek in verschillende varianten (EMU-schuld als %BBP) 54
Figuur 25: Risicoprofiel bij gelijkblijvende omvang van de schuld en continu uitgiftebeleid 63
Figuur 26: Risicoprofiel van 7-jaars gecentreerde portefeuille.....64
Figuur 27: Kosten-risico over periode van 5 jaar in evenwichtsituatie voor schuld van € 300 mld 65

LIJST MET TABELLEN

Tabel 1: Resultaten ten opzichte van de benchmark incl. en excl. swaps uit 2008-2010 (€ mld) 10

Tabel 2: Kosten en risico voor de periode 2011-2015 (€ mld) 12

Tabel 3: Gevolgen voor het renterisico (2011-2015) bij oplopende rente tot ca. 5% in 2015 (€ mld) 13

Tabel 4: Benodigde ombuigingen voor opvangen van kleine schokken in de rente in geval van een 7-jaars gecentreerde portefeuille (€ mld) 14

Tabel 5: Resultaten ten opzichte van de benchmark over de periode 2008 tot en met 2010.....35

Tabel 6: Gerealiseerd en ongerealiseerd resultaat ten opzichte van de benchmark over 2010.....35

Tabel 7: Resultaat ten opzichte van benchmark incl. en excl. swaps uit 2008-2010.....37

Tabel 8: Kosten en risico gecumuleerd over 2011-2015 (€ mld) 44

Tabel 9: Gevolgen voor het renterisico bij oplopende rente tot ca. 5% (€ mld).....46

Tabel 10: Benodigde ombuigingen voor opvangen van kleine schokken in de rente (€ mld) 46

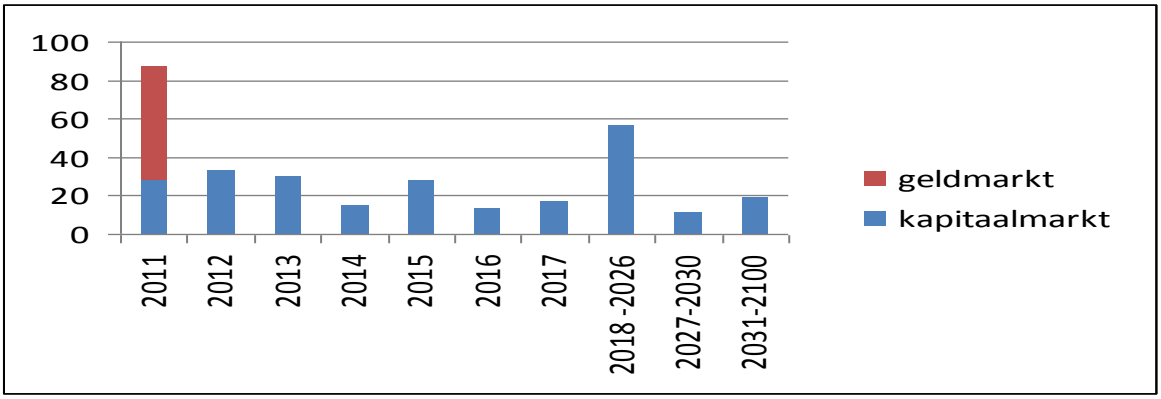
Management samenvatting

Staatsschuld, financieringsbeleid en risicomanagement

De Nederlandse Staat hanteert voor de financiering van het tekort en de (her)financiering van de schuld een risicokader. Dit risicokader is een set van beleidsregels die zich richt op "schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke rentekosten onder acceptabel risico voor de begroting"[1]. Met "risico" wordt bedoeld fluctuaties in de rentekosten. Nederland sluit daarmee aan bij de algemeen geaccepteerde doelstelling voor schuldmanagement: "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"[2]. De uitgangspunten voor schuldmanagement zijn in juli 2010 tijdens het 10e schuldmanagersforum herbevestigd[3].

De hoeksteen van schuldfinanciering is het financieringsbeleid. Met het financieringsbeleid worden het herfinancierings- en liquiditeitsrisico beheerst. Overwegingen ten aanzien van de markt die indirect bijdragen aan reputatie en lagere kosten voor schuldfinanciering spelen daarbij een belangrijke rol[4]. De belangrijkste uitgangpunten zijn voorspelbaarheid, continuïteit, transparantie, verhandelbaarheid en flexibiliteit. Van de totale jaarlijkse financieringsbehoefte wordt een deel gedekt door uitgiftes op de kapitaalmarkt en een deel door financiering op de geldmarkt. Bij wijzigingen in de financieringsbehoefte wordt het kapitaalmarktberoep zoveel mogelijke ongewijzigd gelaten, de geldmarkt zorgt voor flexibiliteit. Liquiditeitstechnisch is de Nederlandse Staat sinds 2009 aan het verlengen met een twee keer zo groot kapitaalmarktberoep als voorheen (ca. € 50 mld versus € 25 – 30 mld). Het resultaat van de financieringskeuzes is een specifiek aflosprofiel (zie Figuur 1).

Figuur 1: Aflosprofiel ultimo 2010 (€ mld)



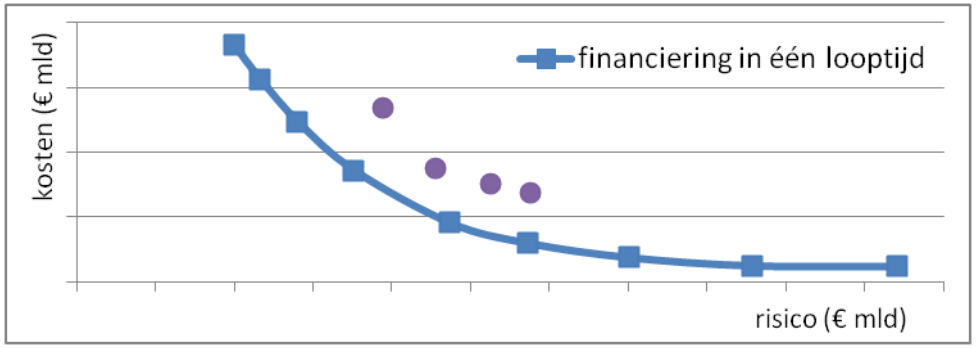
Het aflosprofiel per ultimo 2010 laat zien dat er in 2011 sprake is van een financieringsbehoefte van ca. € 88 mld exclusief het (verwachte) tekort in de begroting. Dit is het bedrag waarover in 2011 renterisico wordt gelopen. Het bedrag waarover in 2012 renterisico wordt gelopen wordt bepaald door de kapitaalmarktaflossingen die reeds per ultimo 2010 in 2012 liggen plus een eventuele aanvulling daarop door uitgifte in 2011 plus de omvang van de geldmarkt per ultimo 2011 plus het (verwachte) tekort in de begroting voor 2012.

[1] Algemene beleidsdoelstelling begroting IXA Nationale Schuld voor het jaar 2008, 2009, 2010 en 2011
[2] Guidelines for Public Debt Management, Prepared by the Staffs of the International Monetary Fund and the World Bank, Amended on December 9, 2003.
[3] http://www.imf.org/external/np/mcm/stockholm/principles.htm, September 2010
[4] Voor een uitgebreide toelichting op het financieringsbeleid en overwegingen daarbij wordt verwezen naar de brief van de minister van Financiën aan de Tweede Kamer: "Kabinetsbeleid Financieringskeuze staatsschuld" d.d. 25 maart 2011.

Het renterisico wordt beheerst door het renterisicokader. Het risicokader draagt bij aan houdbare en voorspelbare overheidsfinanciën op de korte, middellange en langere termijn. Fluctuaties in de rentekosten hebben niet alleen direct effect op de begroting, maar worden ook zichtbaar in de bijdrage van rentekosten aan het EMU-saldo. Het renterisicokader wordt in principe elke eens in de vier jaar geëvalueerd.

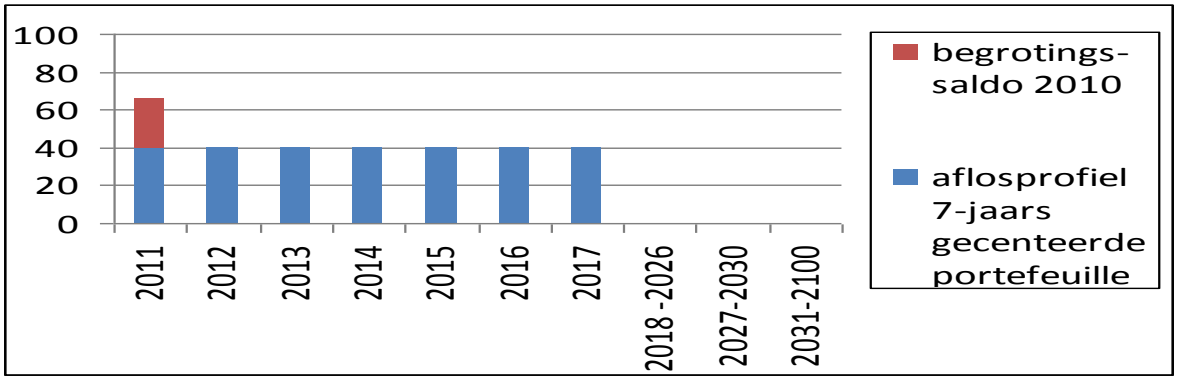
In het risicokader voor de staatsschuld gaat het om de afruil tussen kosten en risico. De afruil kan inzichtelijk worden gemaakt in een grafiek. In zo'n grafiek wordt op de horizontale as het risico (€ mld) over een bepaalde periode weergeven en op de verticale as de kosten (€ mld) over die periode (zie Figuur 2).

Figuur 2: Afruil tussen kosten en risico over een bepaalde periode



Elk punt in de figuur correspondeert met een specifieke financieringsstrategie die resulteert in een specifieke samenstelling van de schuldportefeuille. Strategieën die bestaan uit financiering in overwegend korte looptijden kenmerken zich door lage kosten en hoog risico (rechtsonder in de figuur). Strategieën met overwegend financiering in langere looptijden kenmerken zich door hoge kosten en laag risico (linksboven in de figuur). Efficiënt zijn strategieën die, gegeven het risico, de laagste kosten hebben of waarvoor, gegeven de kosten het risico niet verder kan worden beperkt. De verzameling met punten met optimale afruil tussen kosten en risico heet de efficient frontier. Uit de analyse in 2007[5] bleek dat de efficient frontier bestaat uit gecentreerde portefeuilles. Een gecentreerde portefeuille kenmerkt zich door financiering in één looptijd. Het aflosprofiel (renterisicoprofiel) van een 7-jaars gecentreerde portefeuille is weergegeven in Figuur 3.

Figuur 3: Risicoprofiel van 7-jaars gecentreerde portefeuille ultimo 2010 (€ mld)



Bij een gelijkblijvende omvang van de schuld kan een 7-jaars gecentreerde portefeuille worden gehandhaafd door aflossingen steeds tegen eenzelfde looptijd (7-jaars) te herfinancieren. In praktijk zal er voortdurend sprake zijn van mutaties in de omvang van de schuld doordat er doorgaans geen sprake zal zijn van begrotingsevenwicht (begrotingssaldo gelijk aan 0). Door mutaties in het begrotingssaldo ontstaan tijdelijke

[5] "Risicomanagement van de staatsschuld, evaluatie van het beleid 2003-2007 & beleid 2008-2011", Agentschap, september 2007.

inefficiënties in het risicoprofiel. Doordat het lastig sturen is op ramingen, worden het begrotingssaldo en mutaties daarin gedurende het jaar geparkeerd tegen geldmarkttarief. In het daaropvolgende jaar, als de uiteindelijke omvang bekend is, wordt het begrotingssaldo geleidelijk verdeeld over de zeven buckets. Uiteraard ontstaat in het jaar waarin het saldo van het vorig jaar wordt verwerkt weer een nieuw saldo dat tijdelijk wordt geparkeerd tegen geldmarkttarief.

In praktijk kan met renteswaps vanuit een bepaald aflosprofiel elk gewenst risicoprofiel worden bereikt. Het aflosprofiel van de schuldportefeuille uit Figuur 1 kan met renteswaps worden bijgestuurd tot het risicoprofiel van een 7-jaars gecentreerde portefeuille uit Figuur 3.

Door het gebruik van renteswaps loopt het Agentschap kredietrisico. Het kredietrisico is het risico dat een tegenpartij zijn verplichtingen niet nakomt. De Staat sluit in principe alleen de meest voorkomende (plain vanilla) renteswaps af en gebruikt geen complexe derivaten. Verder storten tegenpartijen waarmee swaps worden afgesloten onderpand (cash of overheidspapier) wanneer een verplichting aan de Staat ontstaat. Er ontstaat een verplichting aan de Staat wanneer de swap een positieve marktwaarde voor de Staat heeft. De Staat zelf stort geen onderpand bij tegenpartijen. Kredietrisico wordt verder beheerst door het feit dat de Staat alleen swaps afsluit met kredietwaardige tegenpartijen die voldoen aan minimale ratingvereisten. Het aantal tegenpartijen is daardoor beperkt. Dit kan leiden tot concentratierisico. Concentratierisico is het risico dat een groot deel van het totale kredietrisico (als gevolg van tijdelijk uitgezet geld en/of door swaps) op één of een beperkt aantal partijen wordt gelopen. Voor beheersen van het concentratierisico is er een limietsysteem. Mocht de kleine kans dat een tegenpartij met goede rating toch wegvalt zich voordoen, dan is in beginsel de renterisicopositie die dan ontstaat doordat swaps wegvallen beperkt door het limietsysteem; het onderpand zou voldoende moeten zijn om door het afsluiten van nieuwe swaps de rentepositie te sluiten (zonder dat daarvoor extra kosten moeten worden gemaakt).

Risicokader 2008-2011 en keuze voor de 7-jaars gecentreerde portefeuille

In de periode 2008-2011 is het renterisicokader geoperationaliseerd met een benchmark. De benchmark is een objectieve maatstaf waaraan de prestaties van de schuldmanager kunnen worden afgemeten. Door de keuze voor een gecentreerde portefeuille als benchmark is er ex-ante op basis van modelanalyse sprake van een optimale (efficiënte) afruil tussen kosten en risico. Uit het oogpunt van efficiency: "zo laag mogelijk kosten onder acceptabel risico" ligt het niet voor de hand om een niet gecentreerde portefeuille als benchmark te kiezen. De benchmark schrijft voor hoe in theorie moet worden gefinancierd (in geval van een gecentreerde portefeuille namelijk steeds een beetje in dezelfde looptijd uitgeven). De kosten en het risico zijn daarbij eenduidig gedefinieerd. In praktijk kan de benchmark uitsluitend worden gerepliceerd door op exact dezelfde manier tegen exact hetzelfde rendement te financieren. Dit betekent echter niet dat de schuldmanager ook exact die strategie zal toepassen. In praktijk wordt de benchmark benaderd door een combinatie van het uitgiftebeleid en het gebruik van renteswaps. Achteraf wordt het resultaat van schuldfinanciering (uitgifte en swaps) voor wat betreft kosten als risico afgezet tegen die van de benchmark. De consequenties van de financieringskeuzes worden daarbij inzichtelijk gemaakt door deze af te zetten tegen die van de benchmark. De introductie van een benchmark past bij het streven naar transparantie.

In theorie is elke gecentreerde portefeuille geschikt als benchmark portefeuille. Bij de daadwerkelijke keuze spelen echter een aantal overwegingen een rol. Primair is de afruil tussen kosten en risico van belang. Daar het risicokader vooral een vangrail moet zijn (in de meest extreme situaties nog effectief), moet nadrukkelijk rekening gehouden worden met het risico van een verslechtering van het begrotingssaldo en de vertaling daarvan naar de rentelasten en het renterisico. Extreem kort gefinancierde portefeuilles komen door de omvang van het risico, zeker in geval van tegenvallers in het begrotingssaldo,

niet in aanmerking als benchmark. Voor extreem lang gefinancierde portefeuilles is de verzekeringspremie, de prijs die voor elke euro extra risicoreductie moet worden betaald, hoog waardoor deze portefeuille doorgaans ook niet in aanmerking komen.

Door keuzes uit het verleden kent de huidige schuldportefeuille een specifiek aflosprofiel. De markt beloont continuïteit en transparantie en waardeert een stabiel en voorspelbaar uitgiftebeleid. Om het risico van de swapportefeuille te beperken worden swaps uitsluitend ingezet om de schuldportefeuille nog net iets verder te optimaliseren (laatste efficiëntieslag door bijsturen van het renterisico). Dit biedt ruimte om (mocht dat nodig zijn) zonder grote financiële consequenties de swapportefeuille aan te passen of op te heffen, bijvoorbeeld om in te spelen op regelgeving en/of marktomstandigheden. Uitsluitend gecentreerde portefeuilles die in de buurt van de huidige portefeuille liggen zijn door deze overwegingen geschikt als benchmark.

Het schuld- en risicomanagement moet ook passen bij het begrotingsbeleid. Er is immers sprake van een wisselwerking tussen begrotingsbeleid en schuldmanagement. Het begrotingssaldo wordt gefinancierd via de staatsschuld. Bij tekorten zullen de rentelasten toenemen bij overschotten zullen de rentelasten afnemen. De omvang van de rentelasten draagt uiteindelijk ook weer bij aan de omvang van het begrotingssaldo. Enerzijds streeft de overheid naar goede begrotingsresultaten. Anderzijds wordt er op toegezien dat risico's voldoende beheersbaar blijven zodat een solide begrotingsbeleid verzekerd blijft . De wenselijkheid van een bepaalde gecentreerde portefeuille wordt daardoor bepaald door de mate waarin de kosten- en risico-kenmerken van die portefeuille passen bij het begrotingsbeleid. De risicopreferentie van de overheid is doorslaggevend in de uiteindelijke keuze van de benchmarkportefeuille.

De benchmarkportefeuille voor 2008-2011 is in 2007 vastgesteld. In 2007 was het begrotingsbeleid gericht op voorkomen van een overschrijding van de 3% BBP-grens voor het EMU-tekort en ging het uit van een structureel overschot per 2011. De grens die toen is gesteld aan het tekort impliceert enerzijds dat fluctuaties in de rentelasten niet dusdanig groot mogen zijn dat de begrotingsdoelstellingen buiten bereik komen . Anderzijds helpt inperken van de gemiddelde kosten van schuldfinanciering bij het realiseren van een begrotingstekort. De keuze voor een 7-jaars benchmark portefeuille paste bij dit begrotingsbeleid. Als gevolg van dat beleid zou immers de schuldquote naar verwachting dalen. Bij voortzetten van het risicokader uit de periode 2003-2007 zou dit resulteren in een geleidelijke verkorting van de schuldportefeuille[6]. Ook de keuze voor een 7-jaars benchmarkportefeuille leidt tot een verkorting van de schuldportefeuille (gebaseerd op de verwachte trend van de schuld). Met de keuze voor de 7-jaars benchmark in 2007 werd dus de beleidslijn uit 2003-2007 voorgezet, maar naar verwachting tegen gemiddeld geringere kosten en kleiner risico (dus nog net iets efficiënter).

Evaluatie risicokader 2008-2011

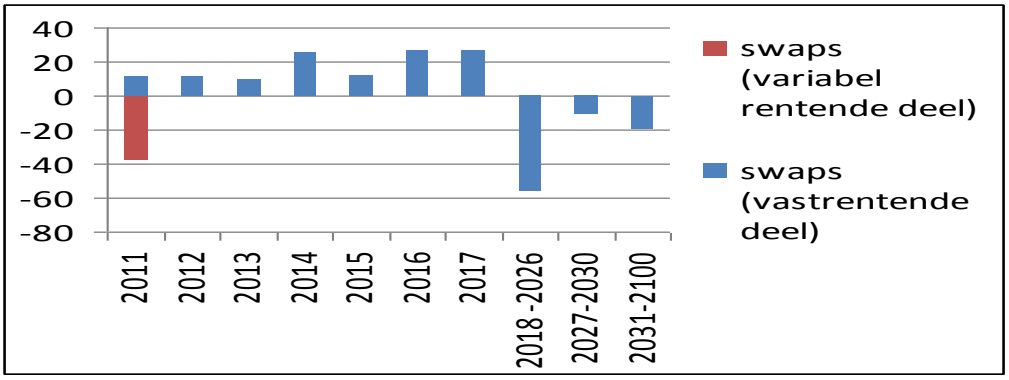
Met de introductie een 7-jaars gecentreerde portefeuille als benchmark werd beoogd een werkbaar en efficiënt risicokader te definiëren, dat ook vooral een vangrail in extreme situaties is. Daarnaast zou de introductie van een benchmark bijdragen aan transparantie.

[6] In het risicokader voor de periode 2003-2007 is gestuurd op een jaarlijks basisrisicobedrag van 9% BBP. Het basisrisicobedrag bepaalt welk deel van de schuld jaarlijks gevoelig is voor wijzigingen in de rente. Als de schuldquote (de omvang van de schuld uitgedrukt als percentage van het BBP) daalt dan geldt bij sturing op een gelijkblijvend basisrisicobedrag van 9% BBP dat het percentage van de totale schuld dat gevoelig is voor wijzigingen in de rente toeneemt. Dit impliceert ceteris paribus een verkorting van de schuldportefeuille.

Vangrailfunctie en werkbaarheid
De benchmark heeft zich bewezen als vangrail tijdens de recente kredietcrisis[7]. De rentelasten in de jaren 2008, 2009 en 2010 zijn niet prohibitief hoog geweest. De benchmark is in die periode eveneens praktisch toepasbaar gebleken voor wat betreft werkwijze en flexibiliteit. In 2008 zijn een fors aantal maatregelen genomen ten behoeve van de stabiliteit in de financiële sector. Dit had een onvoorziene stijging van de financieringsbehoefte tot gevolg. Deze is in eerste instantie opgevangen op de geldmarkt. Deze praktische werkwijze sluit niet alleen aan bij de uitgangspunten van het financieringsbeleid, maar ook bij de wijze waarop onvoorziene mee- en tegenvallers worden verwerkt in de benchmark. Door deze werkwijze zijn de rentelasten beperkt gebleven (korte financiering is goedkoper dan lange financiering). De gevolgen van de kredietcrisis (o.a. overvloed aan liquiditeit) en de daaropvolgende Europese schuldencrisis en in het bijzonder de vlucht naar veilig AAA-staatspapier hebben tevens bijgedragen aan de relatief lage (her)financieringskosten voor de Nederlandse Staat in de periode 2008-2011. Door de extra financieringsbehoefte op te vangen op de geldmarkt is de omvang van de geldmarkt toegenomen. Door verhoging van het jaarlijks kapitaalmarktberoep (ongeveer verdubbeling) wordt de geldmarkt sinds 2009 weer geleidelijk afgebouwd en is er liquiditeitstechnisch sprake van verlenging.

Transparantie en efficiency
Doordat de benchmark eenduidig gedefinieerd is, is het mogelijk om ex-post transparant te maken wat het resultaat van het schuldbeleid ten opzichte van de benchmark is geweest. In de benchmark wordt het risicoprofiel voorgeschreven. De schuldmanager heeft in praktijk eenzelfde risicoprofiel nagestreefd; er is niet actief positie ingenomen[8]. Zoals reeds beschreven vergroot de keuze voor een gecentreerde portefeuille als benchmark ex-ante de efficiency. Doordat risicotechnisch niet is afgeweken van de benchmark is dus ook in praktijk de efficiency vergroot. De manier waarop het risicoprofiel wordt bereikt verschilt wel. In de praktijk wordt de benchmark benaderd door een combinatie van financieringsbeleid en het gebruik van swaps om het renterisico bij te sturen.

Figuur 4: Risicoprofiel van swapportefeuille ultimo 2010 (€ mld)[9]



Met de swapportefeuille (zie Figuur 4) wordt het minder efficiënte renterisicoprofiel uit Figuur 1 bijgestuurd tot het efficiëntere renterisicoprofiel uit Figuur 3. Hierdoor is sprake van kosten voor verzekeren tegen renterisico. Deze worden zichtbaar in kolom B in Tabel 1. Als gevolg van het afsluiten van swaps wordt ten opzichte van de benchmark (wat een ex-ante efficiënte portefeuille is) uitsluitend een spreadrisico gelopen en geen levelrisico[10]. Zonder swapportefeuille was er sprake geweest van een levelrisico ten

[7] In praktijk is de vangrailfunctie overigens niet echt getest. In tijden van crisis en hoge tekorten kan verwacht worden dat ook rentelasten en renteniveau zal stijgen. Dit laatste is echter in de recente crisis voor Nederland niet het geval geweest.
[8] Met uitzondering van beperkte positiename in de geldmarkt.
[9] Exclusief swaps afgesloten bij leningen aan Fortis
[10] Levelrisico is het risico dat het resultaat ten opzichte van de benchmark verandert als gevolg van een stijging of daling van het renteniveau. Spreadrisico is het risico dat het resultaat ten opzichte van de benchmark.

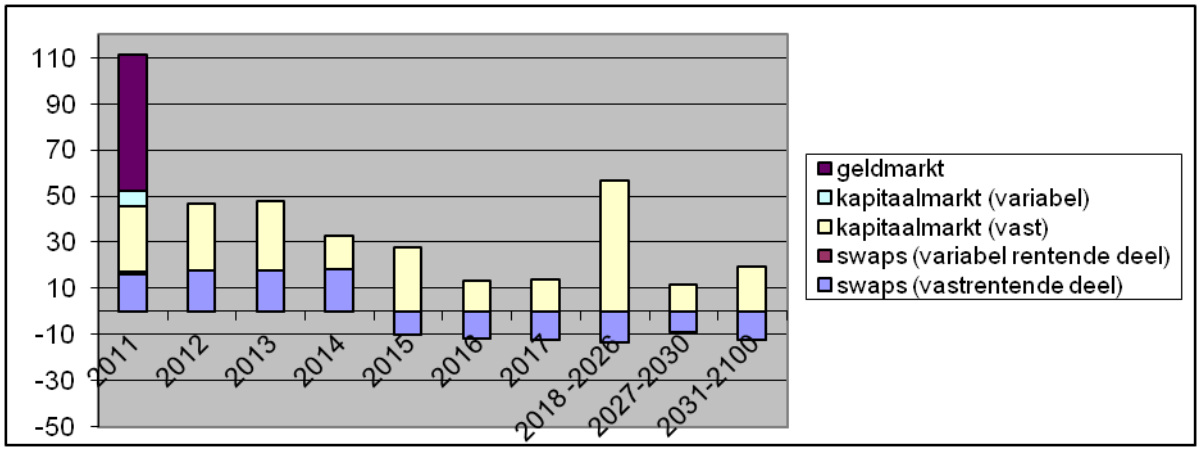
opzichte van de benchmark. Spreadrisico is kleiner dan levelrisico. Hierdoor zijn afwijkingen ten opzichte van de benchmark beperkt gebleven. Dit is ook terug te zien in de resultaten ten opzichte van de benchmark (zie kolom A in Tabel 1).

Tabel 1: Resultaten ten opzichte van de benchmark incl. en excl. swaps uit 2008-2010 (€ mld)

Resultaat schuldfinanciering tov benchmark - 2008 t/m 2010		A. total cost	B. total cost (swaps 2008-2010)	C. total cost (excl swaps uit 2008-2010)
X1+X2	geldmarkt & kapitaalmarkt	494	-2.237	2.731
X3	Fortis portefeuille	-312	-152	-160
Z	resultaat tov benchmark (X1 + X2 + X3)	182	-2.390	2.572

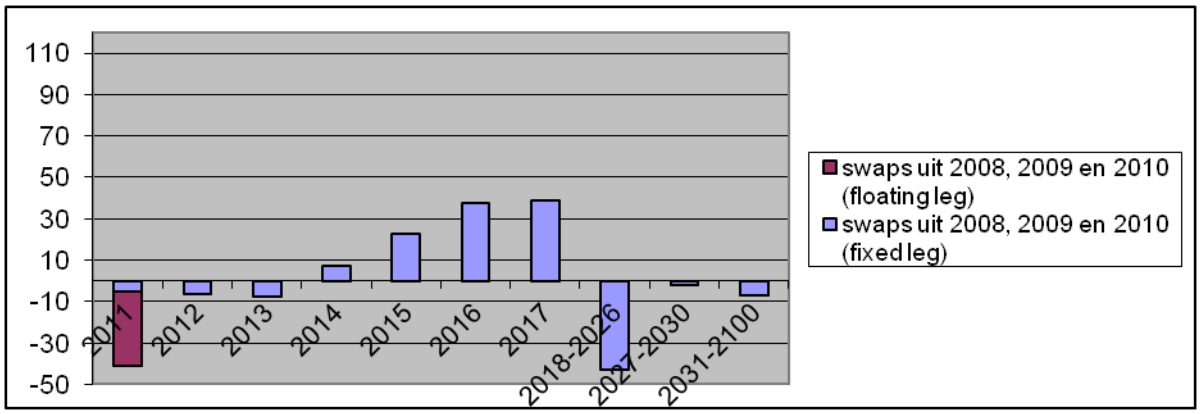
Wanneer het risicoprofiel niet eenduidig is voorgeschreven, zoals in de stuurvariabele voor de periode 2003-2007 het geval was[11], dan is er meer ruimte voor variatie en kunnen afwijkingen van een ex-ante efficiënte portefeuille veel groter zijn (deze kunnen oplopen tot enkele miljarden euro's). Bij een stijging van de rente ontstaan dan ten opzichte van een efficiënte portefeuille forse negatieve resultaten, die zich uiteindelijk manifesteren in hoge rentelasten. Ook wanneer de schuldmanager in de schuldportefeuille risicotechnisch fors zou afwijken van de benchmark kunnen afwijkingen in de kosten toenemen. Dit wordt zichtbaar door naar de resultaten van de schuld- en swapportefeuille exclusief de swaps uit 2008, 2009 en 2010 ten opzichte van de benchmark te kijken (kolom C in Tabel 1).

Figuur 5: Risicoprofiel per ultimo 2010 van de schuldportefeuille excl. swaps uit 2008-2010 en van de swaps uit 2008-2010 (€ mld)



verandert als gevolg van een verandering in het verschil (de spread) tussen twee rentes (bijvoorbeeld de swaprente en staatsrente).

[11] In de stuurvariabele voor 2003-2007 werd alleen voorgeschreven welk deel van de schuld aan het eind van een jaar gevoelig moest zijn voor veranderingen in de rente in het volgende jaar. Er werd dus niet verder vooruitgekeken dan één jaar.



De swaps uit de periode 2008 – 2010 (zie Figuur 5) zijn ingezet om de efficiency te vergroten. Effectief hebben de swaps uit de periode 2008 – 2010 gezorgd voor een risicoreductie. Deze reductie heeft ervoor gezorgd dat het risico van de schuldportefeuille meer in lijn komt te liggen met die van de benchmark. De swaps zijn een verzekering voor renterisico. De omvang van het renterisico is gedaald en daarvoor is een verzekeringspremie betaald. De premie is onderdeel van de rentelasten. De verzekering keert uit als het renterisico zich manifesteert, dat wil zeggen als de korte rente gaat stijgen. Dit wordt dan zichtbaar in lagere rentelasten van swaps, of wanneer de korte rente fors stijgt zelfs zichtbaar als rentebaten op swaps. Dat het afsluiten van deze verzekering verstandig is, was reeds aangetoond in de analyse uit 2007 (een gecentreerde portefeuille is immers efficiënter dan een niet-gecentreerde portefeuille).

Door de introductie van de benchmark is de transparantie ten aanzien van het resultaat van schuldmanagement in termen van kosten en risico toegenomen. Afwijkingen (al dan niet door actief posities in te nemen) worden onmiddellijk zichtbaar in de ex-post verantwoording van de resultaten, zowel voor wat betreft het risico als de kosten. Binnen de algemene beleidsdoelstelling voor de nationale schuld en de operationalisering daarvan in de periode 2008-2011: "benaderen van de resultaten van de benchmark door zo efficiënt mogelijk te voorzien in de financieringsbehoefte van de Staat" [12] is er bovendien voor de schuldmanager geen ruimte en prikkel geweest om af te wijken van het gekozen risicoprofiel uit de benchmark. Doordat de benchmarkportefeuille zich kenmerkt door een (efficiënte) optimale afruil tussen kosten en risico, wordt immers ook in praktijk zo efficiënt mogelijk voorzien in de financieringsbehoefte zolang de benchmarkportefeuille qua kosten en risico wordt benaderd.

Risicomanagementkader 2012-2015: continueren van het huidige beleid en ruimte voor verstandige afwijkingen

Voor de periode 2012-2015 moet het risicokader nog worden vastgesteld. Uit de evaluatie van het huidige risicokader (2008-2011) blijkt dat de introductie van de benchmark heeft bijgedragen aan transparantie over kosten en risico van de schuld- en swapportefeuille ten opzichte van een beoogde schuldportefeuille met optimale afruil tussen kosten en risico. Tevens is de benchmark werkbaar gebleken in tijden van crisis. De benchmark zal dan ook worden gecontinueerd.

Het voor de periode 2008-2011 gekozen ijkpunt is een gecentreerde portefeuille. Uit nieuwe modelanalyses blijkt dat over de langere termijn gezien gecentreerde portefeuilles nog steeds gekenmerkt worden door een optimale kosten risico afruil. Ook de keuze voor een gecentreerde portefeuille als benchmark wordt daarom gecontinueerd. Het ligt immers gelet op de doelstelling van schuldfinanciering niet voor de hand om een niet efficiënte portefeuille te kiezen als benchmark. Om te kunnen beoordelen welke keuze het best aansluit bij het begrotingsbeleid en de risicopreferentie van de overheid

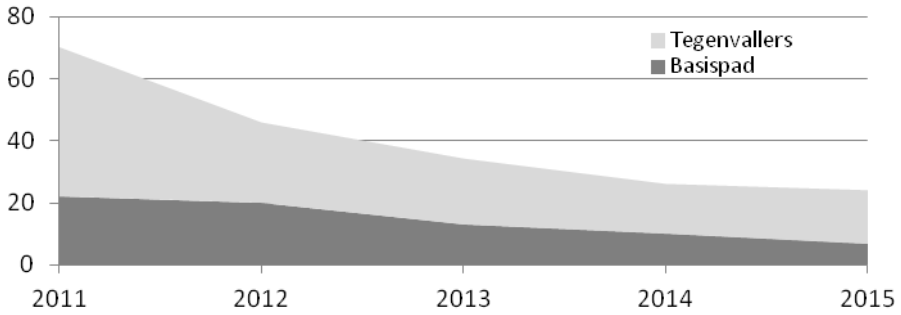
[12] Operationele doelstelling begroting IXA Nationale Schuld voor het jaar 2008, 2009, 2010 en 2011

zijn analyses gemaakt uitgaande van de samenstelling van de portefeuille per ultimo 2010.

Risicokader als vangrail
Daar het risicokader vooral een vangrail moet zijn (in het ergste geval nog effectief), moet nadrukkelijk rekening gehouden worden met het risico van een saldoverslechtering en de vertaling daarvan naar de rentelasten.

De beoogde ontwikkeling van het begrotingssaldo volgt uit het regeerakkoord van het huidige kabinet dat eind 2010 is doorgerekend door het CPB. Het betreft hier het kassaldo en niet het EMU-saldo. De extremere variant in Figuur 6, de variant waarin nadrukkelijk rekening wordt gehouden met een saldoverslechtering, is geïnspireerd op CPB doorrekeningen uit de schokproef voor de overheidsfinanciën[13].

Figuur 6: Beoogde en tegenvallende ontwikkeling begrotingssaldo (€ mld)



In de berekeningen varieert het renteniveau van ca. 2-4% in het basisscenario tot historisch waargenomen hoge niveaus uit begin jaren 90 (ca. 8%) in het ongunstige scenario.

Tabel 2 laat de kosten en het risico voor de periode 2011-2015 zien voor verschillende gecentreerde portefeuilles. Doordat uitgegaan is van de schuld en swapportefeuille per ultimo 2010 zijn ook de kosten voor herstructureren van de bestaande portefeuille naar een langere of kortere portefeuille verwerkt in de resultaten.

Tabel 2: Kosten en risico voor de periode 2011-2015 (€ mld)

gecentreerde portefeuille	4-jaars	5-jaars	6-jaars	7-jaars	8-jaars	9-jaars	10-jaars
rentekosten bij beoogde saldo-ontwikkeling (A)	61,2	61,7	62,3	63,0	63,7	64,3	65,0
renterisico = extra kosten bij ongunstige renteontwikkeling (B)	32,0	28,5	26,4	24,9	23,9	23,1	22,6
"maximale" kosten bij ongunstige rente-ontwikkeling (C= A+B)	*93,2*	*90,2*	*88,7*	*87,9*	*87,5*	*87,5*	*87,6*
"maximale" kosten bij ongunstige rente-en saldo-ontwikkeling (D)	*122,5*	*119,4*	*117,7*	*116,8*	*116,4*	*116,3*	*116,3*
begrotingsrisico (D-C)	*29,7*	*29,3*	*29,1*	*29,0*	*28,9*	*28,9*	*28,8*
|Δkosten/Δrisico| (verzekeringspremie)		0,1	0,3	0,5	0,7	0,9	1,2

Bij de beoogde ontwikkeling van het begrotingssaldo (zie Figuur 6) en continueren van de 7-jaars gecentreerde portefeuille als benchmark bedragen bij het huidige renteniveau de kosten over een periode van vijf jaar ca. € 63,0 mld (zie regel A in Tabel 2). Wanneer de rente zich echter ongunstig ontwikkelt en het renteniveau toeneemt tot ca. 8% in 2015 kunnen die kosten toenemen met ca. € 24,9 mld (zie regel B in Tabel 2). Als het begrotingstekort oploopt tot € 70 mld, zou er in het ergste geval nog eens ca. € 30 mld

[13] Daarbij is uitgegaan van simulatie 1: Financiële crisis.

aan extra rentekosten bijkomen over een periode van vijf jaar (verschil tussen regel D en C in Tabel 2).

Tabel 2 laat verder zien dat door verlengen de kosten stijgen en het renterisico daalt. Door te verkorten dalen de kosten, maar neemt het renterisico toe. Bij een verlenging van een 7-jaars naar een 10-jaars portefeuille stijgen de kosten over een periode van vijf jaar met ca. € 2 mld (gemiddeld € 0,4 mld per jaar). Daartegenover staat een risicoreductie van € 2,3 mld (gemiddeld € 0,46 mld per jaar). De verzekeringspremie (de onderste rij in de tabel) laat zien dat voor elke euro risicoreductie die gerealiseerd wordt door verlengen van een 7- naar een 8-jaars portefeuille ca. 70 eurocent betaald moet worden. Voor de volgende euro's risicoreductie wordt ca. 90 eurocent betaald. Voor verlenging van een 9- naar een 10-jaars gecentreerde portefeuille kost elke euro risicoreductie meer dan één euro.

De gegevens in Tabel 2 zijn modeluitkomsten. De rentelasten voor de staatsschuld kunnen zich in de periode 2011-2015 heel anders ontwikkelen dan gepresenteerd.

Het stress-scenario voor de rente kenmerkt zich door hoge rentes. Een situatie waarin Nederland met behoud van een AAA-rating met zulke hoge rentes geconfronteerd zal worden is onwaarschijnlijk. Als zich al een situatie voordoet waarin de nominale rente tot 8% stijgt dan zal dit gepaard gaan met een hoge groei en/of hoge inflatie. In die situatie kan de schuld ook sneller groeien zonder dat de schuld of de rentelasten als percentage van het BBP toenemen. Een situatie waarin Nederland geconfronteerd wordt met dergelijke hogere nominale rentes zonder dat ook groei en inflatie stijgen is eigenlijk alleen realistisch bij verlies van de AAA-rating.

Ondanks bovenstaande kanttekeningen is Tabel 2 illustratief als analyse voor het risicokader als vangrail. Het renterisico in geval van extreme schokken varieert van ca. € 23 mld voor een 10-jaars tot € 32 mld voor een 4-jaars gecentreerde portefeuille en is ongeveer even groot als het begrotingsrisico (ca. € 30 mld; verschil tussen regel D en C). Het begrotingsrisico is het gevolg van een schok in het begrotingssaldo voor de rentelasten over een periode van vijf jaar. Tegen de gevolgen van extreme schokken in het begrotingssaldo voor de rentekosten is weinig te doen via de schuldfinanciering. Uit Tabel 2 blijkt immers dat de omvang van het begrotingsrisico ca. € 30 mld is ongeacht de looptijd van de portefeuille.

Met het renterisicokader voor de staatsschuld kan daarnaast ook weinig extra worden gedaan tegen de gevolgen van extreme renteschokken. De verschillen in de 'maximale' kosten bij ongunstige renteontwikkeling voor een 7-jaars en een 10-jaars gecentreerde portefeuille zijn relatief klein (zie regel C in Tabel 2). Bij de huidige marktomstandigheden is verder verzekeren (verlengen van de portefeuille) om beter bestand te zijn tegen forse renteschokken vergelijkbaar met die uit begin jaren 90 (renteniveaus van 8%) bovendien relatief duur (zie verzekeringspremie in Tabel 2).

Gevolgen van kleinere schokken in de rente
Een 7-jaars gecentreerde portefeuille biedt voldoende bescherming om tijdelijke en kleine schokken in de rente op te vangen. Tabel 3 laat zien dat een tegenvallende ontwikkeling van de rente tot maximaal ca. 5% in 2015 het renterisico (B') fors kleiner is dan bij het ongunstige rentescenario (B vergelijk ook B uit Tabel 2), onder veronderstelling van een gelijkblijvend begrotingssaldo.

Tabel 3: Gevolgen voor het renterisico (2011-2015) bij oplopende rente tot ca. 5% in 2015 (€ mld)

gecentreerde portefeuille	4-jaars	5-jaars	6-jaars	7-jaars	8-jaars	9-jaars	10-jaars
renterisico = extra kosten bij ongunstige renteontwikkeling (B)	32,0	28,5	26,4	24,9	23,9	23,1	22,6
renterisico = extra kosten bij oplopende rente tot 5% (B')	8,0	7,1	6,6	6,2	6,0	5,8	5,6

Om kleine schokken in de rente op te vangen zijn ceteris paribus ombuigingen nodig omdat de rentelasten onder de uitgavenkaders vallen. De benodigde ombuigingen in geval van een 7-jaars gecentreerde portefeuille zijn bij een geleidelijke rentestijging tot ca. 5% in 2015 ca. € 0,4-0,5 mld (0,06 - 0,07 % BBP) per jaar structureel (zie Tabel 4). De totale structurele ombuiging loopt op tot ca. € 2,1 mld ofwel ca. 0,3% BBP in 2015. De totale extra rentelasten over een periode van vijf jaar zijn gelijk aan € 6,2 mld (zie ook Tabel 3).

Tabel 4: Benodigde ombuigingen voor opvangen van kleine schokken in de rente in geval van een 7-jaars gecentreerde portefeuille (€ mld)

7-jaars		1	2	3	4	5	totaal
	2011	0,4					**0,4**
	2012	0,4	0,4				**0,8**
	2013	0,4	0,4	0,4			**1,2**
	2014	0,4	0,4	0,4	0,5		**1,7**
	2015	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	**2,1**
							6,2
verondersteld BBP (€ mld)		612	632	653	674	696	
structurele ombuiging per jaar (%BBP)		0,06%	0,06%	0,06%	0,07%	0,07%	

Risicokader 2012-2015
Het risicokader voor 2012-2015 zal wederom geoperationaliseerd worden met een gecentreerde portefeuille als benchmark. Bij de keuze van de benchmarkportefeuille is het van belang dat het risicokader ook in de meest extreme situaties nog effectief is. Uit analyses blijkt dat met het renterisicokader voor de staatsschuld geen bescherming kan worden verkregen tegen het begrotingsrisico en nauwelijks extra bescherming tegen extreme renteschokken. Analyse laat verder zien dat een 7-jaars gecentreerde portefeuille wel voldoende bescherming biedt om tijdelijke en kleine schokken in de rente op te vangen. De keuze voor een 7-jaars gecentreerde portefeuille als benchmark zal daarom in de periode 2012-2015 worden gecontinueerd.

Ruimte voor afwijkingen
In de periode 2008-2011 werd beoogd door met de combinatie van uitgiftebeleid en swaps zo goed mogelijk de 7-jaars gecentreerde benchmark te benaderen om een zo efficiënt mogelijke financiering na te streven. Het ging daarbij om zowel de kosten als het risico. Hierdoor was er tot op heden weinig ruimte voor afwijkingen van het risicoprofiel dat de benchmark voorschrijft. Gelet op de huidige marktomstandigheden en de budgettaire vooruitzichten (met meer dan gemiddelde onzekerheden) is het echter de vraag of het niet verstandig kan zijn om een beetje extra te betalen om het risico op tegenvallers (in de rentelasten) af te dekken. De rente kan vanaf het huidige niveau nog met 7%-punt stijgen tot niveaus uit de jaren 90, maar kan slechts verder dalen met ca. 2,5%-punt tot nominale rente van 0% (negatieve nominale rentes komen niet vaak voor). Vanuit deze asymmetrische gedachte over de renteontwikkeling kan het lonen om af te wijken van het risicoprofiel dat de benchmark voorschrijft. Denk daarbij aan bijvoorbeeld uitgifte van leningen met een looptijd langer dan 10 jaar zonder daarbij swaps af te sluiten of het tegensluiten van oude swaps met een lange resterende looptijd. Een afwijking van de benchmarkportefeuille kan worden gedreven vanuit (politiek) bestuurlijk oogpunt (bijvoorbeeld groter budgettaire rust) of om lagere rentelasten te realiseren. Achteraf zal uit de verantwoording van de resultaten ten opzichte van de benchmark blijken hoe de beslissing om af te wijken van het risicoprofiel van de benchmark heeft uitgewerkt. In de verantwoording zal immers niet alleen de omvang van de afwijking voor wat betreft het risico zichtbaar worden, maar ook voor wat betreft de kosten.

Hierbij zal de totale afwijking die is toegestaan begrensd moeten worden. Het betreft hier een begrenzing in termen van risico en in termen van kosten. Bij mogelijke afwijkingen van het risicoprofiel van de benchmark gelden in ieder geval twee randvoorwaarden. De

eerste is dat afwijkingen niet mogen leiden tot meer risico voor de begroting. De tweede is dat deze afwijkingen inpasbaar zijn binnen de begroting.

Geconcludeerd wordt dat de introductie van ruimte voor afwijkingen van het optimale risicoprofiel in het beleidskader flexibiliteit geeft om in te spelen op actuele marktomstandigheden of om bestuurlijke (begrotings)rust te creëren. Daar staat tegenover dat eisen moeten worden gesteld aan de frequentie en vormgeving van interne risico- en resultaatrapportages om ex-post de gevolgen van keuzes inzichtelijk te kunnen maken. Daarnaast zullen in de verantwoording de resultaten van afwijkingen ten opzichte van de benchmark inzichtelijk worden gemaakt.

I Principes en theoretisch kader schuldmanagement

I.1 Algemeen geaccepteerde principes van schuldmanagement

Volgens de richtlijnen voor schuldmanagement van het IMF en de Wereldbank luidt het doel van schuldmanagement: "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"[14]. De Nederlandse Staat sluit daarbij aan met zijn schuldmanagement.

De bestaande en breed gedragen uitgangspunten voor schuldmanagement zijn in 2010 tijdens het 10e schuldmanagersforum herbevestigd in 10 richtinggevende principes voor effectief en transparant schuldmanagement (zie Bijlage 1: Stockholm principes). De principes bieden ruimte voor een landenspecifieke invulling. De keuze om aan te sluiten bij de geformuleerde principes ontslaat de schuldmanager dan ook niet van de verplichting om eigen afwegingen te (blijven) maken, bijvoorbeeld op basis van de nationale financieel-economische en budgettaire vooruitzichten. De principes zijn georganiseerd rondom drie aandachtsgebieden: Raamwerk en uitvoering, Communicatie en Risicomanagement.

Belangrijk aandachtspunt voor het raamwerk voor schuldmanagement is het behoud van voldoende flexibiliteit in de uitvoering van het financieringsprogramma. Nederland maakt daarbij specifiek de afweging tussen flexibiliteit enerzijds en consistentie anderzijds. De nadruk wordt gelegd op consistentie (voorspelbaarheid) bij de kapitaalmarktuitgifte en flexibiliteit wordt voornamelijk gevonden in de geldmarkt. Dat de principes richtinggevend zijn en niet dwingend voorschrijven wat de schuldmanager zou moeten doen, geeft de ruimte voor landenspecifieke afwegingen. Het aanhouden van een liquiditeitsbuffer is een voorbeeld daarvan. Nederland kiest ervoor geen liquiditeitsbuffer aan te houden omdat het als AAA-land in de eurozone verwacht te allen tijde voldoende toegang te hebben tot de geld- en kapitaalmarkten wanneer in een onverwacht hogere financieringsbehoefte moet worden voorzien. Dat laat onverlet dat voor andere landen het aanhouden van een liquiditeitsbuffer een voor de handliggend onderdeel van het financierings- en risicobeleid kan zijn.

De principes besteden ook uitgebreid aandacht aan adequate en tijdige communicatie over schuldmanagement. De Nederlandse schuldmanager hecht van oudsher veel waarde aan transparantie. Bij schuldmanagement helpt effectieve communicatie onzekerheid te minimaliseren en draagt daardoor bij aan lage kosten. Transparantie en voorspelbaarheid worden ondersteund door proactieve en tijdige communicatie met de markt. De Nederlandse schuldmanager stelt informatie over de verwachte financieringsbehoefte en uitgiftekalenders vooraf beschikbaar aan professionele partijen en het bredere publiek via publicaties, persberichten, de (eigen)website en pagina's op Bloomberg en Reuters. Maandelijks wordt informatie beschikbaar gesteld niet alleen over de samenstelling van de schuld maar ook over de swapportefeuille. Jaarlijks wordt verantwoording afgelegd over het gevoerde beleid. Naar het parlement, maar ook naar de markt, wordt continu het beleid en eventuele wijzigingen daarin uitgelegd.

Transparantie over het schuld- en risicobeleid is ook van belang met het oog op de wisselwerking tussen budgettair beleid, schuldmanagement, monetaire beleid en financiële stabiliteit. Dit komt ook tot uitdrukking in de Stockholm principes: communicatie tussen schuldmanagers en budgettaire en monetaire beleidsmakers moet worden verzekerd vanwege de onvermijdelijke interactie tussen de verschillende beleidsdoelstellingen, echter met behoud van gescheiden verantwoordelijkheden. Dat er een directe wisselwerking is tussen het budgettair beleid en schuldmanagement ligt voor de hand (zie Bijlage 2: Relatie schuldmanagement en budgettair beleid). Immers de omvang van de schuld bepaalt mede de omvang van de rentelasten. De rentelasten zijn

[14] Guidelines for Public Debt Management, Prepared by the Staffs of the International Monetary Fund and the World Bank, Amended on December 9, 2003

onderdeel van het begrotingssaldo (de uitkomst van het budgettair beleid), en het begrotingssaldo bepaalt mede de omvang van de schuld. In Nederland is de schuldmanager, anders dan in sommige andere landen waar de schuldmanager op afstand is geplaatst, integraal onderdeel van het ministerie van Financiën, waar ook de verantwoordelijkheid ligt voor het budgettaire beleid. Dit vereenvoudigt de afstemming tussen het schuldmanagement en het budgettaire beleid. De wisselwerking tussen schuldmanagement en monetair beleid is minder evident (zie Bijlage 3: Relatie schuldmanagement en monetair beleid en financiële stabiliteit).

Het laatste aandachtsgebied waarvoor het IM en de Wereldbank principes hebben geformuleerd is het risicomanagement. In de Stockholm principes wordt de algemene doelstelling voor schuldmanagement herbevestigd. Benadrukt wordt dat de breedst mogelijke definitie van risico's gehanteerd moet worden. Schuldmanagement en risicomanagement zijn nauw met elkaar verbonden. Volgens Wheeler bijvoorbeeld is het doel van schuldmanagement: 'To ensure that the government's borrowing needs are met efficiently and that the stock of government debt, and the incremental debt flows (..) are managed in a manner consistent with the government's cost and risk preferences'[15]. Risico heeft betrekking op onzekerheid (kans) en de gevolgen van onzekerheid (omvang). Binnen het schuldbeleid wordt in het algemeen een centrale rol toegekend aan de afruil tussen kosten en risico.

I.2 Aansluiting met theoretische benaderingen van risicomanagement

De strategie van schuldfinanciering die Nederland (evenals de meeste andere landen) toepast, is er op gericht de staatsschuld zo efficiënt mogelijk te financieren door het minimaliseren van de kosten van schuldfinanciering tegen een acceptabel risico. Met de kosten worden specifiek de rentelasten in de begroting bedoeld. Het risico is gedefinieerd als de mogelijke fluctuatie in die kosten. Welke fluctuatie door een land als "acceptabel" wordt gezien zal afhangen van bijvoorbeeld de hoogte van de schuld en de nationale financieel-economische en budgettaire vooruitzichten.

Deze benadering van schuldmanagement sluit het best aan bij een kostenminimalisatie-benadering. Naast deze kostenminimalisatie-benadering zijn er nog twee andere benaderingen[16]: de saldobenadering en de Asset & Liability Management (ALM) benadering. In de saldobenadering levert de schuldmanager door slimme financiering van de staatsschuld een bijdrage aan het stabiliseren van het begrotingssaldo. De financiering moet zodanig worden ingericht dat de rentelasten in de begroting meebewegen met het primaire saldo; als het primaire saldo verbetert, kan een stijging van de rentelasten worden opgevangen zodanig dat hierdoor het begrotingssaldo wordt gestabiliseerd. De ALM-benadering is gericht op het afstemmen ('matchen') van de risico-eigenschappen van de activa en passiva van de overheidsbalans, zodat economische schokken beide zijden van de balans gelijkelijk beïnvloeden.

In praktijk is niet iedere benadering even populair. Zo geldt de saldobenadering in de praktijk van landen niet als leidraad voor risicomanagement. De belangrijkste oorzaak hiervoor is dat het lastig vast te stellen is hoe verschillende macro-economische variabelen de schuldkosten en het saldo zullen beïnvloeden. Als daarnaast onbekend is welke schokken (vraag- of aanbodschokken) een land te wachten staan, is het onmogelijk om vooraf de juiste hedges voor het begrotingssaldo te bepalen. Hoewel sommige landen beleidsmaatregelen rationaliseren door te verwijzen naar de saldobenadering[17], hanteren zij doorgaans kostenminimalisatie als hoofddoelstelling.

[15] Wheeler, G., Sound Practices in Government Debt Management, The World Bank (2004), blz. 4

[16] Uitgebreide beschrijvingen van de verschillende theoretische benaderingen zijn te vinden in de analyse uit september 2007, "Risicomanagement van de staatsschuld, evaluatie van het beleid 2003-2007 & beleid 2008-2011"

[17] Indexleningen zijn daarvan een voorbeeld. Frankrijk heeft aangegeven dat indexleningen mogelijk konden bijdragen aan stabiliseren van het begrotingssaldo (Renne J.P. en N. Sagnes, Analytical Model of French State Debt Strategies, Diagnostic Forecasts and Economic Analysis, no. 99, 2006, blz. 6-7). Het Verenigd Koninkrijk geeft aan dat indexleningen een gunstige invloed hebben op de stabilisatie van het begrotingssaldo. Onduidelijk

Ook de ALM-benadering wordt in de praktijk weinig toegepast. Dit komt enerzijds door de complexiteit van het vervaardigen van een overheidsbalans. Anderzijds geldt dat het afdekken van balansrisico's door 'matching' vaak erg kostbaar is, voor zover het überhaupt al mogelijk is om risico-eigenschappen van activa eenduidig vast te stellen (van bijvoorbeeld een snelweg of gasbel). Ook speelt een rol dat schuldmanagers veelal niet verantwoordelijk zijn voor het beheer en het risicomanagement van activa en andere passiva dan schuld. Wanneer dat wel het geval is, ligt ALM binnen handbereik. Tot op heden is geen enkele overheid in staat gebleken een integrale balans te vervaardigen van alle activa en passiva. Landen die het meest actief zijn in de analyse en het gebruik van ALM zijn Nieuw Zeeland en Frankrijk. Hoewel deze landen enkele resultaten uit de analyses meewegen in de algehele vormgeving van het schuldbeleid, baseren zij hun risicomanagement niet op de ALM-benadering maar op kostenminimalisatie.

Dat schuldmanagement in de drie theoretische benaderingen niet verder reikt dan de effecten ervan op de begroting en de overheidsfinanciën is niet vanzelfsprekend. Een terugkerend thema van discussie is de vraag in hoeverre maatschappelijke kosten en baten ('externalities') van schuldfinanciering bij het schuldmanagement moeten worden betrokken. Wanneer bijvoorbeeld als gevolg van marktfalen niet aan een specifieke vraag naar een bepaald product in de markt tegemoet kan worden gekomen, kan het welvaartsverhogend zijn als de overheid in dit aanbod voorziet. Een ander voorbeeld komt voort uit het collectieve-goed-karakter van overheidsschuld. Vanuit het principe van het collectieve goed verdient het volledig aflossen van de staatsschuld –een situatie waar voorafgaand aan de crisis serieus rekening mee werd gehouden– niet zondermeer de voorkeur. Het kan nuttig zijn een markt voor staatsschuld in stand te houden als de markt daaraan behoefte heeft (bijvoorbeeld ten behoeve van een benchmark voor de risicovrije rentevoet, of als onderdeel van beleggingsportefeuilles). Dergelijke maatschappelijke kosten en de baten van schuldfinanciering zijn vaak moeilijk aantoonbaar te maken of te kwantificeren. Een verbreding van de rol van de schuldmanager naar het internaliseren van mogelijke 'externalities' is niet alleen problematisch, maar ook niet in lijn met de richtlijnen van IMF en Wereldbank. Tevens wordt door een dergelijke verbreding het mandaat van de schuldmanager niet langer nauwkeurig omschreven en wordt de meetbaarheid bemoeilijkt. Bovenstaande laat onverlet dat, ook al is er op basis van het mandaat van de schuldmanager geen ruimte voor bepaalde uitgifte-instrumenten, er los van schuldmanagement (politieke) argumenten kunnen zijn om toch tot bepaalde uitgiftes over te gaan. Wanneer hiertoe besloten wordt, moeten de effecten daarvan op de rentelasten en het renterisico transparant kunnen worden gemaakt.

Kostenminimalisatie blijkt internationaal verreweg de meest gehanteerde benadering van risicomanagement: de meeste Europese landen gebruiken deze methode. Enerzijds heeft dit te maken met de beperkingen van de andere benaderingen, anderzijds ligt de focus van de meeste overheden doorgaans op de kosten van schuldfinanciering en het effect van deze kosten op de overheidsfinanciën. Met andere woorden, de financiële huishouding draait om solide overheidsfinanciën en het terugdringen van de staatsschuld. Kostenminimalisatie past bij het streven de staatsschuld terug te dringen en de lastendruk te beheersen. Omdat de rentelasten in veel landen een relatief grote uitgavenpost is, speelt de beheersing van de rentelasten een belangrijke rol. Aan de benadering van kostenminimalisatie (gegeven een bepaald begrotingsrisico) geven landen op verschillende wijze invulling: het risico dat als acceptabel wordt ervaren is uiteraard landenspecifiek. Bovendien worden voor de beheersing van kosten en risico verschillende stuurvariabelen gebruikt.

Naast de kostenminimalisatie-benadering past de Nederlandse schuldmanager waar mogelijk een Asset & Liability Management (ALM) benadering toe[18]. Een voorbeeld

is of dit een rol heeft gespeeld bij de beslissing tot uitgifte ervan (IMF/ Wereldbank Guidelines for Public Debt Management, Accompanying Document and Selected Case Studies, 2003, blz. 336.)

[18] Jaarverslag Nationale Schuld IXA 2008 (Kamerstukken II, 2008-2009, 31 924, nr. 1)

daarvan is het risicomanagement voor de eind 2008 verstrekte leningen aan Fortis Bank Nederland (FBN) en de financiering daarvan. De Nederlandse Staat heeft in 2008 FBN overgenomen. Onderdeel van het verwerven van de deelneming was de overname van korte en lange leningen van Fortis Bank SA/NV aan FBN. De leningen aan FBN zijn verwerkt in hetzelfde onderdeel van de Rijksbegroting als de financiering van die leningen. Hierdoor was het voor de schuldmanager mogelijk om voor dat deel van de staatsschuld een ALM-benadering toe te passen. Door toepassen van een ALM-benadering is het renterisico van de financiering afgestemd op het renterisico van de vorderingen. Deze benadering wijkt af van de doorgaans gebruikelijke benadering waarbij de financieringsbehoefte in totaliteit wordt gedekt en niet wordt afgestemd op het risico van de activa die ermee zijn gefinancierd.

I.3 Schuldmanagement van de Nederlandse Staat en evaluatie

Voor de financiering van het tekort en de herfinanciering van de bestaande staatsschuld hanteert de Nederlandse Staat een set van beleidsregels die zich richt op de financiering van de staatsschuld tegen zo laag mogelijke kosten onder aanvaardbaar risico voor de begroting. Een onderdeel van die set met beleidsregels is het financieringsplan dat jaarlijks wordt vastgesteld. Daarnaast is er beleid voor het beheersen van risico´s. Een daarvan is het renterisicokader. Het renterisicokader wordt grofweg elke vier jaar geëvalueerd of zoveel vaker als omstandigheden daartoe aanleiding geven. De extreme situatie tijdens de kredietcrisis vanaf eind 2008 was destijds aanleiding om te bezien of het bestaande renterisicokader, vormgegeven met een 7-jaars gecentreerde portefeuille als benchmark, daarbij nog aansloot. Bij een onzekere budgettaire situatie, waarvan sprake was in 2009 en 2010, blijkt het lastig om bijpassend schuldbeleid te formuleren. Pas op het moment dat meer duidelijkheid bestaat over de (geplande) budgettaire situatie, zoals nu het geval is[19], kan het risicomanagement van de staatsschuld daarop worden afgestemd.

In 2007 heeft in de periodieke evaluatie de focus gelegen op het renterisico. De veranderde omstandigheden, waarin de schuldmanager tegenwoordig moet opereren, geven aanleiding om deze keer ook expliciet[20] aandacht te besteden aan andere voor de schuldmanager relevante risico's. Het gebruik van een brede definitie van risico sluit ook aan bij de principes voor risicomanagement zoals herbevestigd in Stockholm. De risico's waar het over gaat worden kort beschreven in het volgende hoofdstuk.

[19] Per 30 september 2010 is er overeenstemming bereikt over het regeer- en gedoogakkoord van het kabinet Rutte I. De effecten van het regeerakkoord zijn verwerkt in CPB publicatie no. 213: "Actualisatie Economische Verkenning 2011-2015", november 2010.
[20] In vorige analyse zijn deze risico's niet expliciet genoemd, maar wel meegenomen in de overwegingen.

II Risicomanagement en schuldfinanciering

Volgens de Guidelines for Public Debt Management van IMF en Wereldbank wordt de schuldmanager geconfronteerd met de volgende soorten risico: marktrisico, herfinancieringsrisico, liquiditeitsrisico, kredietrisico, settlement risico en operationeel risico. In deze evaluatie is het marktrisico, in het bijzonder renterisico, het meest relevant, maar ook enkele andere risico's komen aan bod[21]. Marktrisico betreft in deze analyse alle risico's die samenhangen met veranderingen in het (macro-) economische klimaat. Deze definitie omvat naast schommelingen in de rentevoet en wisselkoersen ook alle macro-economische schokken.

II.1 Financieringsbeleid, herfinancierings- en liquiditeitsrisico

De hoeksteen van schuldfinanciering is het financieringsbeleid. De jaarlijkse financieringsbehoefte van de Nederlandse Staat is opgebouwd uit herfinanciering van aflopende kapitaalmarktleningen, de geldmarktomvang aan het eind van het vorige jaar en het (verwachte) tekort in de begroting. Van de totale financieringsbehoefte wordt een deel gedekt door uitgiftes op de kapitaalmarkt en een deel door financiering op de geldmarkt. Elk jaar wordt vastgesteld wat de optimale inzet van de beschikbare instrumenten is. Op de kapitaalmarkt wordt uitgegeven in leningen met looptijden tot 30 jaar. De markt waardeert transparantie en continuïteit en daarmee een stabiel uitgiftebeleid. Geprobeerd wordt het kapitaalmarktberoep gedurende het lopende jaar en van jaar tot jaar zo stabiel mogelijk te houden. Schommelingen in de financieringsbehoefte als gevolg van mee- en tegenvallers in de begroting worden traditioneel zoveel mogelijk opgevangen op de geldmarkt omdat deze de hoogste flexibiliteit geeft om op veranderende financieringsbehoeftes in te spelen. Vanwege deze bufferfunctie van de geldmarkt, moet enerzijds de uitstaande financiering in de geldmarkt voldoende groot en liquide zijn om mee- en tegenvallers te kunnen absorberen. Anderzijds moet de geldmarkt niet te groot worden met het oog op het herfinancieringsrisico.

Welke omvang een liquide geldmarkt heeft is niet eenduidig vast te stellen. De geldmarkt moet in het algemeen voldoende groot zijn om onverwachte meevallers in de begroting – een verschil tussen het gerealiseerde begrotingssaldo en de raming– te kunnen absorberen, zonder dat de minimale omvang die nodig is voor het behoud van liquiditeit in de geldmarkt in gevaar komt. Op basis van afwijkingen die in het verleden zijn opgetreden tussen ramingen voor het begrotingssaldo en uiteindelijke realisaties, is de minimaal wenselijke geldmarktomvang voor de Nederlandse Staat berekend op ca. € 30 mld[22].

Op basis van de volatiliteit in het verschil tussen realisatie en raming van het begrotingssaldo kan tevens een indruk worden verkregen van de maximale omvang van de geldmarkt die kan ontstaan als er sprake is van onvoorziene tegenvallers in enig jaar. Deze omvang bepaalt tezamen met de aflossing van kapitaalmarktleningen en de raming van het begrotingssaldo voor het volgende jaar het maximale herfinancieringsrisico voor het volgende jaar. Met behulp van verschillende scenario's voor schulduitgifte wordt het herfinancieringsrisico gemonitord. Om het financieringsrisico te beheersen, wordt, wanneer daar op grond van de verwachte ontwikkeling van het begrotingssaldo en de geldmarkt aanleiding toe is, de omvang van het kapitaalmarktberoep bijgesteld. Beoogd wordt daarbij de omvang zodanig vast te stellen dat een eenmaal gekozen

[21] Operationeel risico heeft betrekking op processen, systemen en mensen. Dit risico wordt beheerst door de structuur van de organisatie (functiescheiding) en interne controlemaatregelen. Onderwerp van deze analyse is het risicomanagementbeleid voor de staatsschuld. De interne organisatie van het Agentschap, het onderdeel van het ministerie van Financiën, dat verantwoordelijk is voor beheer, administratie en financiering van de staatsschuld, is geen onderwerp van deze analyse.

[22] Zie de brief van de minister van Financiën inzake Kabinetsbeleid financieringskeuze staatsschuld (Kamerstukken II, 2010-2011, 32 500 IXA, nr. 7), en de beantwoording van de schriftelijke vragen (Kamerstukken II, 2010-2011, 32 500 IXA, nr. 8).

financieringsstrategie meerjarig kan worden uitgevoerd zonder substantiële wijzigingen. Daarmee wordt bereikt dat het kapitaalmarktberoep van jaar tot jaar zo stabiel mogelijk is. Dit past in het streven naar continuïteit. Het is lastig om op voorhand aan te geven welke geldmarktomvang voor Nederland maximaal houdbaar is. Wel kan aan de hand van de situatie eind 2008, begin 2009 worden aangetoond dat een (kortstondig) geldmarktvolume van meer dan € 100 mld. goed financierbaar is geweest.

Bij schuldfinanciering spelen overwegingen ten aanzien van de markt, die indirect bijdragen aan de reputatie van een schuldmanager en daarmee aan lagere rentekosten, een belangrijke rol[23]. Vanuit liquiditeitsoverwegingen is het belangrijk om leningen op de kapitaalmarkt in voldoende omvang uit te geven. Renteverschillen in de eurozone worden over het algemeen verklaard door verschillen in kredietrisico en in liquiditeit. De stijging van de spreads tussen Duitsland en andere landen tijdens de crisis laten zien dat liquiditeit in tijden van onzekerheid aan belang toeneemt. Ondanks het feit dat ook andere landen, waaronder Nederland, over een uitstekende kredietwaardigheid beschikken en dus een AAA rating hebben, prefereren investeerders Duitse staatsleningen omdat deze door hun omvang als meest liquide worden gezien. Bovendien kunnen posities in Duitse staatsleningen, anders dan posities in andere eurozone staatsleningen, het beste worden gehedged met de Bund future.[24] Als gevolg hiervan betalen andere landen een liquiditeitspremie voor de financiering van hun staatsschuld op de kapitaalmarkt. In tijden van onzekerheid neemt deze premie veelal toe. Voor Nederlandse staatsleningen dragen een strip- en destripfaciliteit[25] en een repofaciliteit[26] bij aan de verhandelbaarheid en liquiditeit. Daarnaast wordt door een jaarlijkse uitgifte van een nieuwe eurolening in het 10-jaars segment voor een minimale omvang van € 15 mld (voorheen € 10 mld) een volledige en liquide rentecurve tot 10 jaar onderhouden. Tot slot draagt een quoteringsverplichting voor Primairy Dealers bij aan prijsvorming en liquiditeit in de secundaire markt.

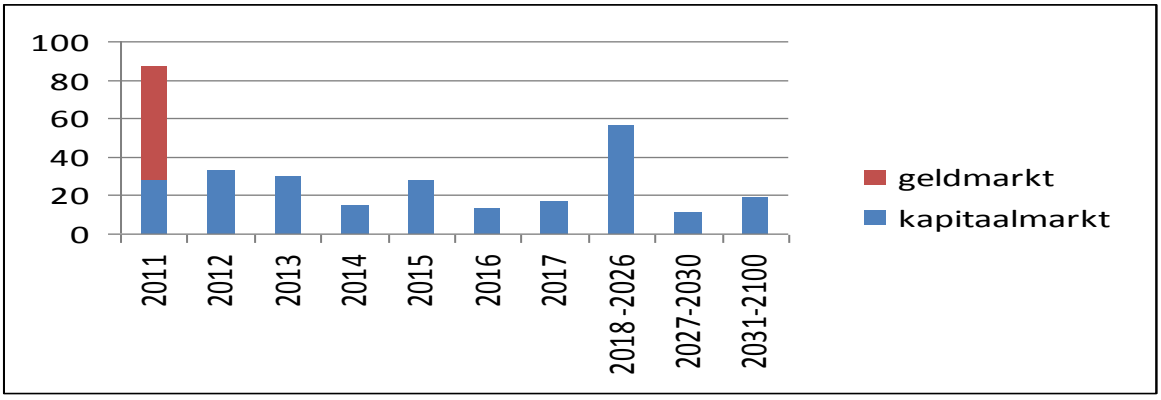
Vanwege de geringere flexibiliteit en relatief lagere liquiditeit is financiering op de kapitaalmarkt minder geschikt om onverwachte tegenvallers in het begrotingssaldo snel op te vangen. Voor een AAA-land biedt de geldmarkt doorgaans meer flexibiliteit om zonder noemenswaardige negatieve prijseffecten schommelingen in de financieringsbehoefte op te vangen. Bovendien kan door de extra financieringsbehoefte initieel op te vangen op de geldmarkt, worden vastgehouden aan een voorspelbare, continue en transparante uitgiftestrategie op de kapitaalmarkt. Dit wordt door de markt op prijs gesteld en draagt zo bij aan lagere rentekosten.

Eind 2008 heeft de Nederlandse Staat op verschillende manieren geïntervenieerd in de financiële sector om de financiële stabiliteit te bewaren. Als gevolg daarvan ontstond een extra financieringsbehoefte in 2008 van ca. € 82,6 mld[27]. Deze extra financieringsbehoefte is in 2008 in eerste instantie grotendeels opgevangen op de geldmarkt. Geldmarktfinanciering impliceert echter herfinanciering in het lopende of het volgende jaar. Liquiditeitstechnisch werkt de Nederlandse Staat sinds 2009 aan het verlengen van de looptijd van uit te geven schuld via een twee keer zo groot kapitaalmarktberoep als voorheen (ca. € 50 mld versus € 25 - 30 mld). De verdubbeling van het kapitaalmarktberoep heeft de oploop van de geldmarkt, ondanks blijvend hoge tekorten in de begroting in 2009 en 2010, gematigd. Doordat onder andere een deel van de leningen aan FBN (een van de kredietcrisismaatregelen) is afgelost, is de geldmarkt geleidelijk afgenomen van ca. € 100 mld ultimo 2008 tot ca. € 65 mld ultimo 2010. Het

[23] Zie brief van minister van Financiën aan Tweede Kamer inzake Kabinetsbeleid financieringskeuze staatsschuld (Kamerstukken II, 2010-2011, 32 500 IXA, nr. 7).
[24] Zie bijvoorbeeld Ejsing, J. en J. Sihvonen, Liquidity Premia in German Government Bonds, ECB Working Paper No. 1081, 2009.
[25] Met deze faciliteit is het mogelijk om een lening te strippen in aparte coupon strips en een hoofdsom strip. Deze strips zijn in principe afzonderlijk verhandelbaar. Met een hoofdsom strip en voldoende losse coupon strips kan in principe ook weer een lening worden samengesteld (destrippen).
[26] De repo-faciliteit garandeert dat Primary Dealers ten alle tijden de mogelijkheid hebben om bij de Nederlandse Staat (voor korte tijd) DSL's af te nemen waarvan.
[27] Jaarverslag Nationale Schuld IXA 2008 (Kamerstukken II, 2008-2009, 31 924, nr. 1).

resultaat van het financieringsbeleid in de afgelopen jaren is terug te zien in het aflosprofiel voor de staatsschuld (zie Figuur 7).

Figuur 7: Aflosprofiel ultimo 2010 (€ mld)



II.2 Marktrisico - valutarisico

De Nederlandse Staat financiert zich op de kapitaalmarkt in principe in euro's. De afgelopen jaren zijn er voorbereidingen getroffen om kapitaalmarktleningen in US dollars uit te kunnen geven omdat daarmee de investeerderbasis kan worden vergroot, onder de voorwaarde dat lagere kosten kunnen worden gerealiseerd. Sinds 2007 geeft de Nederlandse Staat op de geldmarkt al wel Commercial Paper (CP) uit in vreemde valuta's met looptijden tot een jaar. Door financiering in vreemde valuta's loopt de Staat echter een valutarisico. Om dit risico af te dekken worden valutaswaps afgesloten[28]. Hierdoor wordt effectief over de staatsschuld geen valutarisico gelopen[29].

II.3 Marktrisico - rentekosten en renterisico en gebruik van swaps

In het financieringsbeleid spelen marktoverwegingen (voorspelbaarheid, transparantie, liquiditeit, brede investeerderbasis), die indirect bijdragen aan lagere kosten voor schuldfinanciering, een belangrijke rol. In het renterisicobeleid staat het beheersen en bijsturen van risico's centraal. Dit risicobeleid draagt bij aan houdbare en voorspelbare overheidsfinanciën op de korte, middellange en langere termijn. De rentekosten voor schuldfinanciering zijn immers een grote component in het EMU-saldo (ca. 1,6 – 2,0 % van het BBP). Fluctuaties in de rentekosten hebben niet alleen direct effect op de begroting, maar worden ook zichtbaar in de bijdrage van de rentekosten aan het EMU-saldo (zie Bijlage 2: Relatie schuldmanagement en budgettair beleid).

Tussen de kosten en risico's van schuldfinanciering is sprake van een afruil. Gemiddeld genomen geldt daarbij hoe korter (langer) de financiering, hoe lager (hoger) de rentekosten, maar hoe hoger (lager) het risico. Immers bij gemiddeld kortere (langere) financiering is de jaarlijkse herfinanciering hoger (lager) en werkt een tegenvallende ontwikkeling in het renteniveau sneller (minder snel) door in de rentelasten. Bij een lagere schuldquote is er meer begrotingsruimte voor opvangen van onverwachte tegenvallers in de rentekosten. De schuldmanager kan daardoor korter financieren tegen gemiddeld lagere kosten maar iets hoger risico zonder daarmee de begrotingsdoelstellingen in gevaar te brengen. De gemiddeld lagere kosten dragen bij

[28] Een valutaswap is een transactie waarbij twee partijen met elkaar overeenkomen om voor een bepaalde tijd valuta met elkaar te ruilen. Een dergelijke transactie bestaat uit delen: het eerste deel, de omwisseling van valuta A naar B, wordt op de dag van de transactie uitgevoerd en het tweede deel, de omwisseling van valuta B naar A, die op een later moment uitgevoerd zal gaan worden.

[29] Uitzondering is een klein wisselkoersrisico op de Antilliaanse schuldtitels die in oktober 2010 zijn overgenomen van het (voormalige) land Nederlandse Antillen en het (voormalige) eilandgebied Curaçao. Deze leningen luiden in NAf en variëren in looptijden tot 20 jaar. Door de vaste koppeling van de NAf aan de US dollar is er sprake van een euro-dollarrisico over deze schuldtitels met een nominale omvang van ca. $ 1,8 mld (ca. € 1,3 mld) per 10 oktober 2010.

aan een verdere daling van de schuldquote. De risicopreferentie van de overheid is doorslaggevend in de uiteindelijke keuze van de gewenste afruil tussen kosten en risico.

De uitgifte van leningen in een beperkt aantal specifieke looptijden leidt niet altijd tot het gewenste resultaat voor wat betreft de afruil tussen kosten en risico. Het uitgiftebeleid kan ertoe leiden dat de gemiddelde looptijd van de portefeuille niet aansluit bij de gewenste looptijd vanuit risico-oogpunt. Als onderdeel van het schuldbeleid maken veel landen daarom gebruik van renteswaps[30]. Met swaps kan het uitgiftebeleid worden losgekoppeld van het (rente)risicobeleid en kunnen doelen van beide beleidsterreinen worden gerealiseerd[31]. Ook de Nederlandse Staat gebruikt renteswaps om het renterisico dat gevolg is van het financieringsbeleid bij te sturen. Door de inzet van swaps kan de schuldmanager bijvoorbeeld een deel van de schuld kort financieren (in de liquide geldmarkt) en toch een vaste lange rente betalen.

Het gebruik van swaps is een hulpmiddel om risico's te managen en zou in geen enkele geval tot additionele risico's moeten leiden. Doordat de swaps uitsluitend worden ingezet om de schuldportefeuille nog net iets verder te optimaliseren (laatste efficiëntieslag door bijsturen van het renterisico) is het risico van de Nederlandse swapportefeuille relatief klein. Paragraaf 4 van dit hoofdstuk gaat in op het beheersen van risico's verbonden aan swaps.

II.3.1 Afruil kosten en risico- modelbenadering

Met het schuld- en risicomanagement beoogt het Agentschap zo efficiënt mogelijk te voorzien in de financieringsbehoefte van de Nederlandse Staat. Efficiënt vertaalt zich daarbij in minimalisatie van (rente)kosten over de middellange en lange termijn onder acceptabel risico voor de begroting. (Rente)kosten en risico zijn daarbij gedefinieerd in de meest brede zin van het woord. De (rente)kosten omvatten daarbij ook de uitvoeringskosten. Periodiek analyseert het Agentschap de ontwikkeling van de schuldportefeuille. Daarbij worden een basis en een stress scenario gedefinieerd voor de ontwikkeling van het begrotingssaldo en wordt de afruil tussen kosten en risico van verschillende financieringsstrategieën onder die scenario's inzichtelijk gemaakt. De noodzaak van dergelijke analyses van de schuldportefeuille wordt benadrukt in de Stockholm principes.

In de analyses die het Agentschap maakt worden uitgaande van de bestaande samenstelling van de schuld- en swapportefeuille de verwachte (rente)kosten en het risico van verschillende financieringsstrategieën voor een periode van minimaal vier jaar doorgerekend. Doordat uitgegaan wordt van de samenstelling van de bestaande portefeuille liggen de (rente)kosten voor de komende jaren al voor een deel vast. Ook de omvang van het risico, gelijk aan het deel van de portefeuille waarover opnieuw de rente moet worden vastgezet, ligt daardoor al voor een deel vast.

In de modelbenadering worden de gemiddeld verwachte (rente)kosten over een afgebakende periode voor een specifieke financieringsstrategie afgezet tegen het risico van die strategie. Onder het risico wordt verstaan de maximale extra (rente)kosten die over de afgebakende periode kunnen ontstaan wanneer een ongunstig rentescenario zich voordoet[32]. Kosten en risico variëren met de samenstelling en omvang van de portefeuille. De samenstelling van de portefeuille wordt bepaald door de initiële samenstelling en de financieringsstrategie. De omvang van de portefeuille wordt bepaald

[30] Een renteswap is een overeenkomst tussen twee partijen waarmee gedurende de looptijd een vaste rente wordt geruild tegen een variabele rente.
[31] Wolswijk G. en J. de Haan, Government Debt Management in the Euro Area; Recent Theoretical Developments and Changes in Practices, Occasional Paper Series, no. 25, 2005, blz. 12.
[32] Het risico wordt uitgedrukt als Cost-at-Risk (CaR). Het betreft hier de relatieve CaR. De absolute CaR zijn de rentekosten die met een zekerheid van 97,5% (eenzijdig betrouwbaarheidsinterval) in een bepaalde periode (de simulatie periode) niet zullen worden overschreden. Uiteraard is er een 2,5% kans dat de werkelijke rentekosten in die periode groter zullen zijn. De relatieve CaR is de absolute CaR minus de gemiddeld verwachte (rente)kosten. Bij bepalen van de CaR wordt uitgegaan van een normale verdeling.

door de ontwikkeling van het begrotingssaldo. Het begrotingssaldo is in principe een extern gegeven voor de schuldmanager, waarvoor verschillende scenario's worden gedefinieerd (waaronder een basispad en stresspad).

De resultaten van de modelbenadering in termen van kosten en risico zijn niet alleen afhankelijk van het gebruikte scenario voor de ontwikkeling van het begrotingssaldo en van de gekozen financieringsstrategie, maar is uiteraard ook afhankelijk van de gekozen rentemodellering. Voor de simulatie van de rente wordt uitgegaan van een multi-factor model[33]. Veranderingen in de rente worden in de modellering bepaald door ongecorreleerde random schokken, die doorwerken op de toekomstige rentecurven. Met behulp van een componenten analyse[34] wordt bepaald hoeveel random schokken moeten worden gemodelleerd en met welke volatiliteit. Daarbij wordt uitgegaan van een set met historische rentecurven. In deze modelbenadering is het onbekend en irrelevant welke feitelijk waarneembare risicofactor de schok veroorzaakt. Het renteniveau wordt gemodelleerd als een exogene factor waarop de schuldmanager geen invloed heeft[35].

Bij de modellering van de verwachte (rente)kosten is de centrale aanname dat de rentecurve gemiddeld genomen stijgend is. Dit komt ook overeen met de gemiddelde waarneming op basis van historisch rentecurven en met hetgeen volgens bijvoorbeeld de tijdvoorkeurstheorie verwacht mag worden. Een gemiddeld stijgende rentecurve impliceert dat kort financieren goedkoper is dan lang financieren. De budgettaire risico's verhouden zich omgekeerd. Dit komt tot uitdrukking in de modellering van de rente. Lang financieren levert jaarlijks een kleinere omvang herfinanciering op dan kort financieren. Daarnaast geldt dat de lange rente doorgaans minder volatiel is dan de korte, waardoor met lang financieren de kans op onvoorziene wijzigingen in de rentelasten (het budgettair risico) verder wordt beperkt.

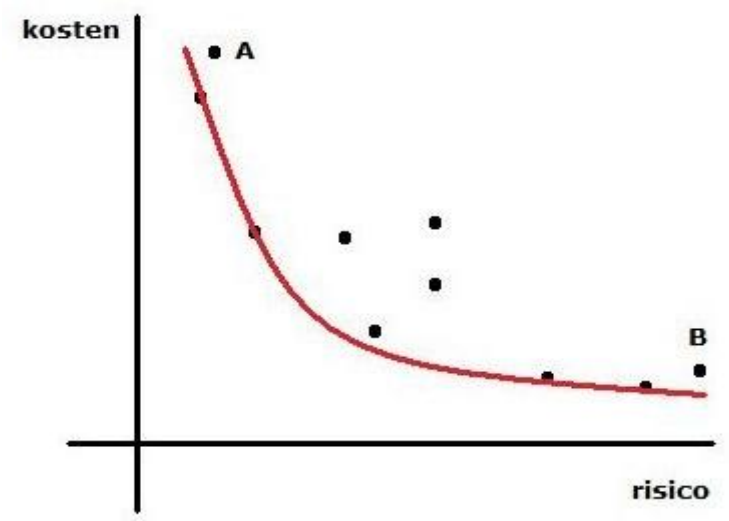
De afruil tussen kosten en risico kan inzichtelijk worden gemaakt in een kosten-risico-grafiek. In een dergelijke grafiek (zie Figuur 8) staan op de verticale as de verwachte kosten van schuldfinanciering (rentelasten) voor een specifieke ontwikkeling van het begrotingssaldo en een specifieke periode. Op de horizontale as wordt het risico weergegeven. Dat zijn de extra kosten die over die specifieke periode kunnen ontstaan als de rente zich ongunstiger ontwikkelt. Elk punt in de grafiek is het resultaat van een modelberekening uitgaande van dezelfde initiële samenstelling van de schuldportefeuille, dezelfde assumpties ten aanzien van de ontwikkeling van het begrotingssaldo (het basispad of het stresspad), dezelfde rentemodellering, maar een andere financieringsstrategie. De extremen in Figuur 8 zijn een portefeuille A met overwegend financiering in lange looptijden (hoge kosten, laag risico) en een portefeuille B met overwegend financiering in korte looptijden (lage kosten, hoog risico).

[33] Een multi-factor Heath-Jarrow-Morton (HJM) model wordt gebruikt. In het HJM model worden veranderingen in de rentetermijn (forwards) bepaald door een drift en een random term. De drift is klein en wordt in het model verwaarloosd. Veranderingen in de rente worden daarom in de modellering bepaald door ongecorreleerde random schokken, die in de discrete modellering via de forwards doorwerken op de toekomstige rentecurven.

[34] Met principale componenten analyse (PCA) wordt een grote dataset met mogelijk gecorreleerde variabelen (in dit geval rentereeksen) beschreven met een kleiner aantal ongecorreleerde variabelen (de principale componenten). De eerste principale component verklaart daarbij het grootste deel van de variatie in de dataset. De tweede component verklaart daarbij zoveel mogelijk van de resterende variatie, etc. Doorgaans beschrijven de eerste twee tot drie componenten 80 – 90% van de variatie in de dataset.

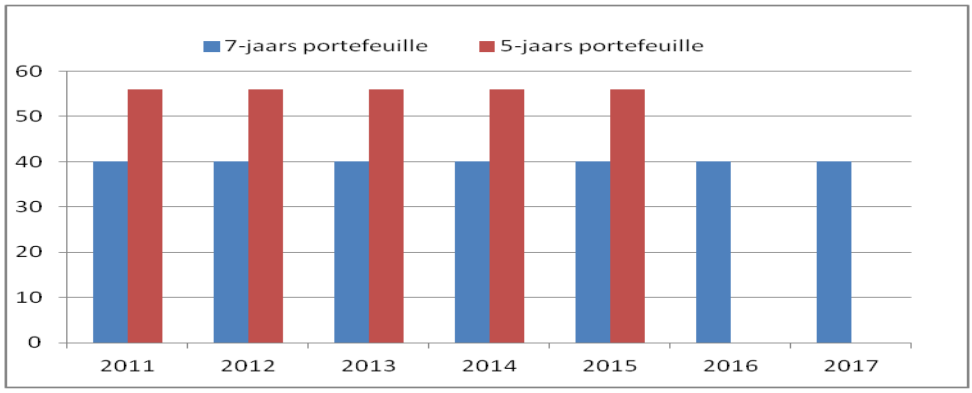
[35] Een relatie tussen het schuldbeleid en het renteniveau is moeilijk aan te tonen (zie ook Bijlage 3: Relatie schuldmanagement en monetair beleid). Desalniettemin draagt een deugdelijk schuldbeleid, naast gezonde overheidsfinanciën en solide begrotingsbeleid, indirect wel bij aan de kredietwaardigheid van een land. Kredietwaardigere landen betalen doorgaans een lagere risicopremie dan de minder kredietwaardigere landen. Bovendien is de toegang tot financiering voor de minder kredietwaardigere landen in crisistijden minder vanzelfsprekend dan deze is voor de meer kredietwaardigere landen.

Figuur 8: Afruil tussen kosten en risico



De portefeuilles met een optimale afruil tussen kosten en risico vormen de *efficient frontier*. Dit zijn portefeuilles met zo laag mogelijke kosten gegeven het risico of een zo laag mogelijk risico gegeven de kosten. Alleen gecentreerde portefeuilles liggen op de *efficient frontier* (zie Bijlage 4: Waarom gecentreerde portefeuilles efficiënt zijn). Een gecentreerde portefeuille kenmerkt zich door financiering in één looptijd. Ter illustratie staat de aflosprofielen (tevens risicoprofielen) van een 5-jaars en een 7-jaars gecentreerde portefeuille van in totaal € 280 mld per ultimo 2010 in Figuur 9.

Figuur 9: Risicoprofiel van twee gecentreerde portefeuille ultimo 2010 (€ mld)



II.3.2 Risicokader als vangrail

Belangrijk uitgangspunt voor het vaststellen van het risicokader is dat het een vangrail moet zijn voor extreme situaties. Daarom wordt in de modelanalyses in de eerste plaats nadrukkelijk rekening gehouden met de risico's van een saldoverslechtering en de vertaling daarvan naar de rentelasten. Dit komt tot uitdrukking in scenario's met een ongunstige ontwikkeling van het begrotingssaldo. Net als voor de modellering van de rente is het voor de schuldmanager irrelevant welke factoren de saldoverslechtering veroorzaken. Wel is het van belang een beeld te krijgen van de totale verslechtering die zich zou kunnen voordoen in geval van een negatieve schok. Meer inzicht in de mogelijke risicofactoren die een saldoverslechtering tot gevolg kunnen hebben, zijn te vinden in de Schokproef overheidsfinanciën, een risico-analyse van de Nederlandse begroting[36]. In deze analyse wordt inzicht gegeven in de gevoeligheid van de overheidsfinanciën voor drie verschillende fictieve schokken.

[36] Zie de brief van de minister van Financiën (Kamerstukken II, 2010-2011, 33000, nr. 36, incl. bijlage).

Een tweede aspect dat van belang is bij de modellering betreft de renteontwikkeling. Zoals beschreven wordt de rente gemodelleerd met behulp van schokken, die doorwerken in de rentecurve. In praktijk kunnen zich in een specifieke periode meerdere schokken voordoen. Deze schokken kunnen elkaar over de middellange tot langere termijn per saldo weer geheel of gedeeltelijk uitmiddelen. Immers een schok kan zowel leiden tot een stijging van de curve (en daarmee hogere rentelasten), als resulteren in een daling van de curve (lagere rentelasten). In de modelanalyse werkt schok na schok op eenzelfde wijze door in de rentecurve en zijn alleen hogere rentelasten relevant (meevallers in de rentelasten zijn doorgaans geen probleem). Gevolg van deze benadering is dat de rentecurve in de modellering steeds hoger komt te liggen. De uiteindelijke stress die op deze wijze na een aantal jaren zichtbaar wordt in de rentemodellering is vergelijkbaar met de historisch waargenomen hoge rentes waartegen Nederland zich in de jaren '80 moest financieren. Deze benadering vormt daarmee een belangrijke aanvulling op de Schokproef overheidsfinanciën[37].

Door in de stress situatie nadrukkelijk rekening te houden met saldoverslechteringen neemt de schuld gedurende de simulatie toe. Door de stijging van de rentecurve gedurende de simulatie zullen de kosten voor (her)financiering in de simulatie ook toenemen. Een risicokader dat op basis van analyses met deze assumpties tot stand komt, is zeker een vangrail ook in extreme situaties. Het gevaar bestaat wel dat wanneer voor een langere periode wordt gesimuleerd de resultaten exploderen. Resultaten dienen daarom altijd geïnterpreteerd te worden in relatie tot de modelassumpties en de gemaakte veronderstellingen.

II.3.3 Uiteindelijke keus – risicopreferentie aansluitend op begrotingsbeleid

De modelanalyse is aanvankelijk een *theoretisch* concept. Daarbinnen kan uitgaande van elke initiële samenstelling van de portefeuille elke financieringsstrategie worden doorgerekend. Binnen dit theoretische concept wordt verondersteld dat voor (her)financiering uitsluitend uitgifte van schuld plaatsvindt. Dat de schuldmanager in de praktijk voor het managen van het renterisico ook gebruik kan maken van derivaten zoals renteswaps is niet relevant in de modelbenadering. De swap is een aanvullend instrument dat de uitvoering van het financieringsbeleid en van het risicomanagement kan vergemakkelijken; het gebruik van swaps is voor de schuldmanager geen doel op zich en hoort daarom ook niet thuis in de modelbenadering.

Het feit dat de schuldmanager swaps kan gebruiken om het renterisico bij te sturen is wel relevant voor de vertaling van resultaten uit de modelanalyse naar een *praktisch* risicokader. De uitkomsten van de modelanalyse laten zien dat er sprake is van meer dan één portefeuille (financieringsstrategie) met een efficiënte afruil tussen kosten en risico, namelijk alle portefeuilles op de efficient frontier. De initiële samenstelling van de schuldportefeuille beperkt de portefeuilles die in praktijk met uitsluitend (her)financiering bereikbaar zijn. Een relatief kort gefinancierde portefeuille biedt grotere flexibiliteit omdat schuld eerder voor (her)financiering in aanmerking komt. Een relatief lang gefinancierde portefeuille beperkt de flexibiliteit. Uiteraard kan door het inkopen van de bestaande schuld en herfinanciering in andere looptijden het risicoprofiel worden geherstructureerd. De vraag daarbij is echter of de kosten voor herstructurering opwegen tegen de baten van het verlengen of verkorten van de schuldportefeuille. Ook kan door het gebruik van swaps in principe elk gewenst risicoprofiel bereikt worden. Daarbij moet wel bedacht worden dat swaps ondersteunend zijn aan schuldmanagement en dat het risico gerelateerd aan de swapportefeuille nooit zo groot mag worden dat deze op zichzelf een bron van risico wordt. Het wegvallen van (een deel van) de swapportefeuille mag niet tot een dusdanige fluctuatie in de rentelasten leiden dat dit het bereiken van de begrotingsdoelstellingen bedreigt. Dit betekent dat in beginsel alleen portefeuilles die vanuit de initiële portefeuille binnen enkele jaren via schulduitgifte en een beperkte swapportefeuille bereikbaar zijn in aanmerking komen voor vertaling naar

[37] Zie de brief van de minister van Financiën (Kamerstukken II, 2010-2011, 33000, nr. 36, incl. bijlage).

een praktisch risicokader. In principe geldt daardoor dat in praktijk maar een deel van de efficient frontier relevant is ("lock-in-effect").

Uitgaande van een risico-averse overheid lijkt een ultra-lang gefinancierde portefeuille (met bijvoorbeeld 30-jaars leningen) verstandig. Daaraan kleven uiteraard nadelen. Door overwegend ultra-lang te financieren daalt de herfinancieringsbehoefte in de nabije toekomst; immers schuld wordt voor langere tijd vastgezet en komt voorlopig niet voor herfinanciering in aanmerking. Wanneer dan begrotingssaldi beperkt blijven, is uitgifte van nieuwe schuld nauwelijks meer mogelijk. Hierdoor zouden de eerder besproken uitgangspunten van het Nederlandse financieringsbeleid –zoals continuïteit en voorspelbaarheid– onder druk komen te staan. Wanneer de schuldmanager het uitgiftebeleid niet langer kan continueren komt bovendien de risicovrije rentecurve (de staatscurve), die andere marktparticipanten veelal als benchmark gebruiken, in gevaar. De praktisch bereikbare portefeuilles worden dus ook bepaald door de (verwachte) absolute omvang van de schuldportefeuille en de uitgangspunten van het financieringsbeleid. Ter illustratie; bij een schuld van € 300 mld en een jaarlijkse uitgifte van € 10 mld in het 30-jaars segment is er in de lange termijn evenwichtssituatie niet langer ruimte voor uitgifte in andere looptijden of voor het onderhouden van een geldmarkt van voldoende omvang voor het opvangen van onverwachte mee- of tegenvallers in de financieringsbehoefte.

Een ander aspect is de afruil tussen kosten en risico. Tegenover een reductie in het risico staan immers hogere (verwachte) kosten. Korter financieren is gemiddeld goedkoper, maar kent hogere risico's. Langer financieren is gemiddeld duurder, maar kent minder risico op tegenvallers. De hogere kosten kunnen worden gezien als premie om voor een deel van het renterisico verzekerd te zijn. Elke euro minder risico resulteert in een hogere verzekeringspremie, waarbij doorgaans sprake is van een niet-lineair verband. Voor elke extra euro risicoreductie is doorgaans een hoger verzekeringspremie vereist dan voor de voorgaande euro risicoreductie. Op enig moment loont het daardoor niet meer om risico verder te reduceren door te verlengen. Ter illustratie; als bij een verdere reductie van het risico met € 1 mln de verwachte kosten met meer dan € 1 mln toenemen, wegen de baten van risicoreductie niet meer op tegen de (verwachte) kosten. Uiteraard is het omslagpunt afhankelijk van de vorm van de rentecurve. Bij een lage rente en vlakke curve is de verzekeringspremie laag; de baten van verzekeren wegen dan nagenoeg altijd op tegen het risico op tegenvallers bij kortere financiering. De verzekeringspremie hangt tevens af van de kromming van de curve. Met een afvlakkende kromming op het langere eind van de curve daalt de verzekeringspremie. Langer financieren (van een deel van de schuld) kan dan verstandig zijn.

Naast bovengenoemde praktische overwegingen en de vangrailfunctie van het risicokader is de risicopreferentie van de overheid doorslaggevend in de uiteindelijke keuze. Deze keuze moet uiteraard aansluiten bij de doelstellingen van het regeerakkoord.

II.4 Kredietrisico, settlement risico en concentratierisico

Rente- en valutaswaps vormen integraal onderdeel van het risicobeleid. Door het gebruik van swaps loopt de Staat echter wel kredietrisico. Het kredietrisico is het risico dat een tegenpartij in een swap zijn verplichtingen niet nakomt.

Voor het risicomanagement van de staatsschuld sluit de Staat swaps af onder een standaard contract (ISDA Master Agreement)[38]. De Staat sluit in principe alleen de meest voorkomende (plain vanilla) renteswaps en valutaswaps af en gebruikt geen complexe derivaten. Een op maat gesneden Credit Support Annex (CSA) bij het ISDA-contract helpt het kredietrisico op tegenpartijen limiteren. In deze CSA is voorzien dat de tegenpartijen onderpand (cash of overheidspapier) moeten storten wanneer een verplichting aan de Staat ontstaat. Er ontstaat een verplichting aan de Staat wanneer de

[38] ISDA staat voor International Swaps and Derivatives Association. De standaardisatie van contractvoorwaarden door ISDA draagt bij aan een efficiënte markt

swap een positieve marktwaarde voor de Staat heeft. De CSA, die de Nederlandse Staat met zijn tegenpartijen is overeengekomen, vereist niet dat de Staat onderpand stort bij tegenpartijen. De omvang van het vereiste onderpand wordt voor de meeste partijen bepaald op basis van dagelijkse waardering van de swaps. In principe sluit de Nederlandse Staat alleen swaps af met Primary Dealers (PD's) of Single Market Specialists (SMS's) die zeer kredietwaardig zijn (tenminste twee van de drie ratings minimaal AA- van S&P / Fitch of Aa3 van Moody's). Voor partijen met een lagere rating (A+ of A1) wordt een vast bedrag aan onderpand ("upfront collateral") vereist voordat swaps kunnen worden afgesloten. De Staat heeft de mogelijkheid tot onmiddellijke afwikkeling ("unwinden") van swaps met een tegenpartij als één van de ratings van die tegenpartij wordt verlaagd tot beneden A (S&P / Fitch) of A2 (Moody's).

De Nederlandse Staat loopt ook kredietrisico op overtollige gelden die tijdelijk worden uitgezet. Om dit risico te beperken moeten tegenpartijen waarmee de schuldmanager transacties kan doen voldoen aan minimale ratingeisen. Daarnaast wordt het kredietrisico beperkt door zo min mogelijk ongedekt en niet voor langere periodes uit te zetten. Dit betekent dat er bij voorkeur gebruik wordt gemaakt van buy sell back transacties (gedekte deposito's) waarbij onderpand in de vorm van staatsobligaties van de meest kredietwaardige eurozone landen bij de Staat wordt gestort. Mocht een tegenpartij niet aan zijn verplichting kunnen voldoen, dan kan dit onderpand worden uitgewonnen. De kredietcrisis heeft geleid tot verdere aanscherping van de regels. Zo is bijvoorbeeld voor de meeste tegenpartijen de mogelijkheid om zonder onderpand uit te zetten beperkt tot één dag ("overnight").

Settlement-risico is een onderdeel van kredietrisico. Het is het risico dat de tegenpartij waarmee transacties reeds zijn afgesloten maar nog niet zijn afgewikkeld niet meer aan haar verplichting kan voldoen, waardoor verliezen kunnen worden geleden. De vorm van de verplichting hangt af van het instrument. Bij swaps bestaat het risico dat de tegenpartij niet aan de verplichting tot het storten van onderpand voldoet of dat de tegenpartij de betaling van een vaste (of variabele) rente niet nakomt (hoewel netting dit risico mitigeert)[39]. Bij de uitgifte van schuld is settlement-risico het risico dat partij A wel betaalt, maar partij B niet levert. Het basisprincipe bij de staatsschuld is gelijk oversteken ("payment versus delivery").

Concentratierisico is het risico dat een groot deel van het totale kredietrisico (als gevolg van uitgezet geld of door swaps) op één of een beperkt aantal partijen wordt gelopen. Ter voorkoming van concentratierisico is er een limietsysteem. Het limietsysteem schrijft voor welk deel van het totale kredietrisico op één enkele tegenpartij mag worden gelopen. Kredietrisico zelf wordt (veelal) gedekt door onderpand. Concentratierisico is belangrijk bij een default van een tegenpartij. Bij een default van een tegenpartij vallen ongedekte vorderingen in het faillissement en vallen swaptransacties weg. Als gevolg van dit laatste ontstaat een openstaande positie voor de Staat. Deze positie moet worden gesloten omdat anders sprake is van een ongewenste rente- of valutapositie voor de Staat. Mocht de kleine kans dat een tegenpartij met goede rating toch wegvalt zich voordoen, dan zou in beginsel het onderpand voldoende moeten zijn om door het afsluiten van nieuwe swaps de positie te sluiten (zonder dat daarvoor extra kosten hoeven te worden gemaakt).

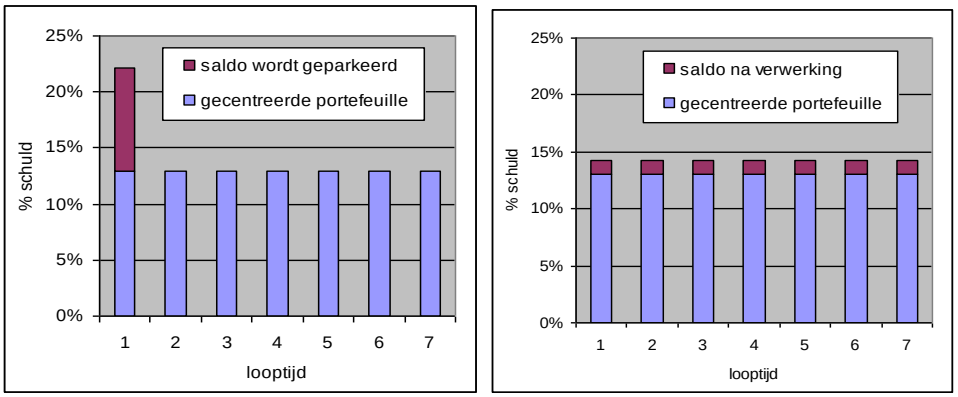
[39] Bij swaps is er sprake van een uitwisseling van vaste en variabele rente en is met de meeste tegenpartijen afgesproken dat betalingen worden genet. Dat wil zeggen dat op het moment dat de tegenpartij een vaste (of variabele) rente moet betalen en de Staat ook een variabele (of vaste) rente moet betalen, het saldo van beide betalingen de uiteindelijke omvang van de (netto) betaling bepaalt. Hierdoor wordt het settlementrisico voor de Staat verkleind.

III. Evaluatie risicomanagementkader 2008 - 2011

III.1 Een benchmark voor de staatsschuld

Het risicomanagementkader voor de periode 2008-2011 heeft als uitgangspunt schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke rentekosten onder acceptabel risico voor de begroting[40]. Bij wat acceptabel is, moet bedacht worden dat het risicokader ook in de meest onwaarschijnlijke (economische) situaties effectief moet zijn (vangrail functie).Het kader is met ingang van 2008 geoperationaliseerd met een benchmark. De benchmark voor de periode van 2008-2011 is een 7-jaars gecentreerde portefeuille. Uit de in 2007 uitgevoerde modelanalyses blijkt dat gecentreerde portefeuilles efficiënt zijn[41]. Tussen kosten en risico is sprake van een afruil. Een portefeuille met een efficiënte afruil tussen kosten en risico is een portefeuille waarvoor geldt dat bij een specifiek gemiddeld kostenniveau er geen andere portefeuille te vinden is met een lager risico of dat er gegeven een specifiek risico geen portefeuille te vinden is met lagere gemiddelde kosten. Het risicoprofiel van zo'n efficiënte gecentreerde portefeuille (inclusief parkeren en verwerken van het begrotingssaldo; zie hierna) staat in Figuur 10. Het risicoprofiel is een weergave van het deel van de schuld waarover in enig jaar de rente opnieuw moet worden vastgesteld. De risicopreferentie van de overheid is doorslaggevend in de uiteindelijke keus voor één van de efficiënte portefeuilles als benchmark.

Figuur 10: Saldo wordt geparkeerd en volgend jaar verwerkt in de benchmark



In 2007 was het begrotingsbeleid gericht op voorkomen van een overschrijding van de 3% BBP-grens voor EMU-tekorten en ging het uit van een structureel overschot van 1% BBP per 2011. De grens die toen is gesteld aan het tekort impliceerde enerzijds dat fluctuaties in de rentelasten niet dusdanig groot mogen zijn dat een solide budgettaire positie buiten bereik komt. Anderzijds helpt inperken van de gemiddelde kosten van schuldfinanciering bij het realiseren van overschotten. De keuze voor de 7-jaars gecentreerde portefeuille paste bij het begrotingsbeleid dat was gericht op bereiken van een structureel overschot van 1% BBP in 2011. Als gevolg van dit begrotingsbeleid was de verwachting dat de schuldquote zou dalen. Onder het risicokader uit de periode 2003-2007, waarbij op een basisrisicobedrag van 9% BBP[42] werd gestuurd, zou dit hebben geresulteerd in een geleidelijke verkorting van de portefeuille. Ook de keuze voor een 7-jaars gecentreerde portefeuille heeft geleid tot een verkorting van de schuldportefeuille. Met de keuze van de 7-jaars gecentreerde portefeuille als benchmark werd, gegeven de verwachte trend van de schuld, de oude beleidslijn uit de periode 2003-2007 dus voortgezet, maar naar verwachting wel tegen gemiddeld geringere kosten en kleiner

[40] Algemene beleidsdoelstelling, Jaarverslag 2008 - National Schuld IXA
[41] Zie Annex 5 in Risicomanagement van de staatsschuld, evaluatie van het beleid 2003-2007 & beleid 2008-2011, september 2007.
[42] Het basisrisico bedrag bepaalt welk deel van de schuld jaarlijks gevoelig is voor wijzigingen in de marktrente. Het basisrisico bedrag voor jaar t moest worden klaargezet per ultimo jaar t-1 en is samengesteld uit het bedrag van de bestaande schuld dat in jaar t moet worden geherfinancierd plus de netto swapportefeuille.

risico[43] (omdat is gekozen voor een portefeuille met ex-ante efficiënte afruil tussen kosten en risico).

Een 7-jaars gecentreerde portefeuille kan worden gehandhaafd door aflossingen steeds tegen eenzelfde looptijd (7-jaars) te herfinancieren. In praktijk zal er voortdurend sprake zijn van mutaties in de omvang van de schuld als gevolg van tekorten of overschotten. Deze schuldmutaties zijn ook opgenomen in de benchmark zodat er geen discrepantie tussen benchmark en werkelijke portefeuille ontstaat. Elke mutatie die voortvloeit uit het begrotingssaldo, wordt in de benchmark initieel geparkeerd tegen geldmarkttarief (in de eerste bucket). Door het begrotingssaldo ontstaat zo een tijdelijke inefficiëntie in het risicoprofiel. Deze inefficiëntie wordt gedurende het daaropvolgende jaar teniet gedaan door het saldo in de benchmark te verdelen over de zeven buckets. Uiteraard ontstaat in het jaar waarin het saldo van het vorig jaar wordt verwerkt weer een nieuw saldo dat tijdelijk wordt geparkeerd tegen geldmarkttarief. De verwerking van het begrotingssaldo in de benchmark sluit goed aan bij de praktijk waar (onverwachte) mutaties in de schuld eveneens (grotendeels) worden opgevangen op de geldmarkt. Met verwachte (vooraf geraamde) mutaties in de schuld kan uiteraard wel rekening worden gehouden bij het vaststellen van het jaarlijkse kapitaalmarktberoep. Feitelijk is de benchmark een fictieve schuldportefeuille, die rekening houdend met praktische aspecten, zoals onverwachte mutaties in de schuld, een zo efficiënt mogelijke financiering beoogt.

De doelstelling voor schuldfinanciering is voor de periode 2008-2011 geoperationaliseerd met een benchmark om tegemoet te komen aan een aantal nadelen uit het risicokader dat gold voor de daaraan voorafgaande periode. Beoogde voordelen van de introductie van een gecentreerde portefeuille als benchmark ten opzichte van de stuurvariabele uit de voorgaande periode (2003-2007) zijn: conjunctuur neutraal, grotere werkbaarheid, beter uitlegbaar en efficiënter[44].

Met de introductie van een benchmark als stuurvariabele in 2008 zijn de genoemde voordelen gerealiseerd. De gekozen benchmark is afgestemd op de verwachte trend van de schuldontwikkeling uit 2007. Door operationalisering van het risicokader met een benchmark wordt niet meer onmiddellijk verlengd bij tegenvallers of verkort bij meevallers. De benchmark, vormgegeven met een 7-jaars gecentreerde portefeuille, bepaalt het maximaal te lopen risico en fungeert daarmee als vangrail. Een portefeuille met een kortere looptijd impliceert een groter risico en een portefeuille met een langere looptijd een kleiner risico.

De schuldmanager hoeft om de doelstelling te realiseren niet bij te sturen als realisaties van het begrotingssaldo anders verlopen dan in de ramingen was verondersteld. Immers de ramingsfouten worden in zowel de benchmark als schuldportefeuille beiden (grotendeels) opgevangen in de geldmarkt. Dit heeft de werkbaarheid van de stuurvariabele vergroot.

Doordat de benchmark exact voorschrijft hoe en tegen welk rendement de schuldmanager zou moeten financieren is deze eenduidig gedefinieerd voor wat betreft het risico, maar ook voor wat betreft de kosten. Hierdoor kan het resultaat van de keuzes van de schuldmanager ten opzichte van de benchmark expliciet worden gekwantificeerd voor zowel het risico als de kosten. Bij gebruik van andere stuurvariabelen zoals een basisrisicobedrag of een nagestreefde duration[45] wordt alleen het risico gekwantificeerd (kosten zijn bij die stuurvariabelen doorgaans niet eenduidig gedefinieerd). Immers twee schuldportefeuille kunnen eenzelfde duration hebben, maar een andere samenstelling. Door een verschil in de samenstelling kunnen de jaarlijkse rentekosten ook anders zijn.

[43] Zie p7 & p46 & p54 in Risicomanagement van de staatsschuld, evaluatie van het beleid 2003-2007 & beleid 2008-2011, september 2007.
[44] Zie voor uitgebreide toelichting; Risicomanagement van de staatsschuld, evaluatie van het beleid 2003-2007 & beleid 2008-2011, september 2007.
[45] Duration is een maat voor de rentegevoeligheid van een obligatie of een portefeuille met obligaties. In feite is duration de gewogen gemiddelde looptijd van alle cash flows (coupons en aflossing van hoofdsom) waarbij het gewicht wordt bepaald door het relatieve belang van die kasstromen.

Bij een duration target is er dus geen sprake van een eenduidige referentie om de kosten van de werkelijke schuldportefeuille mee te vergelijken.

Het gebruik van een benchmark past ook in het streven naar transparantie. Ex-ante betreft dit transparantie ten aan zien van het renterisicobeleid. Dat het renterisicokader van de Nederlandse schuldmanager is vormgegeven met een 7-jaars gecentreerde portefeuille als benchmark is eenvoudig uit te leggen. Doordat een gecentreerde portefeuille is gekozen als benchmark, is ex-ante sprake van een efficiënte afruil tussen kosten en risico. Kosten en risico van de benchmark kunnen uitsluitend exact worden gerepliceerd door in praktijk op exact dezelfde wijze tegen exact dezelfde rendementen te financieren. Dit betekent overigens niet dat de schuldmanager in praktijk exact dezelfde strategie toepast. De invulling van de werkelijke financieringsstrategie is een combinatie van het uitgiftebeleid, waarbij ook marktoverwegingen, die indirect bijdragen aan reputatie en lagere kosten, een rol spelen, en gebruik van derivaten zoals valuta- en renteswaps.

Ex-post gaat het om transparantie ten aanzien van het behaalde resultaat van het uitgiftebeleid en de swaps ten opzichte van de benchmark. Jaarlijks wordt het resultaat van de werkelijke portefeuille vergeleken met dat van de benchmark. Het betreft hier dan zowel het risico als de kosten. Transparantie ten aanzien van resultaten ten opzichte van de benchmark bevordert de efficiëntie doordat het de schuldmanager prikkelt om expliciete kosten-risico-afwegingen te maken. Ook wanneer er (maatschappelijke) argumenten zijn om tot uitgiftes over te gaan die minder kostenrisico efficiënt zijn, worden de effecten daarvan gekwantificeerd in de resultaten ten opzichte van de benchmark.

Keerzijde van de hogere mate van efficiëntie en transparantie is de complexiteit. Dit is ook terug te zien in de jaarverslaggeving van de Nationale Schuld. Sinds de introductie van de benchmark als stuurvariabele zijn de toelichtingen in de jaarverslaggeving technischer geworden dan voorheen[46]. Daarbij komt dat is gekozen voor verantwoording van zowel gerealiseerd resultaten als ongerealiseerde waardeveranderingen ten opzichte van de benchmark. Dit is noodzakelijk om resultaten van de feitelijke portefeuille goed te kunnen vergelijken met resultaten van de benchmark. Het gerealiseerde resultaat ten opzichte van de benchmark geeft daarbij aan hoeveel hoger of lager de rentelasten waren geweest als de staatsschuld op exact dezelfde manier was gefinancierd als in de benchmark is voorgeschreven. Het gerealiseerde resultaat alleen geeft onvoldoende inzicht in het resultaat ten opzichte van de benchmark. Daarom wordt ook het ongerealiseerde resultaat ten opzichte van de benchmark gepresenteerd. Het ongerealiseerde resultaat heeft betrekking op de verandering in de contante waarde van de toekomstige kasstromen (marktwaardeveranderingen). In de schuldportefeuille en de benchmark zullen de momenten waarop schuld aflost en herfinanciering plaatsvindt verschillend zijn. Om daarmee rekening te houden in de verantwoording wordt ook het ongerealiseerde resultaat ten opzichte van de benchmark gepresenteerd. Het ongerealiseerde resultaat laat zien of, ceteris paribus, de gemaakte financieringskeuzes gunstig of ongunstig zijn ten opzichte van de benchmark.

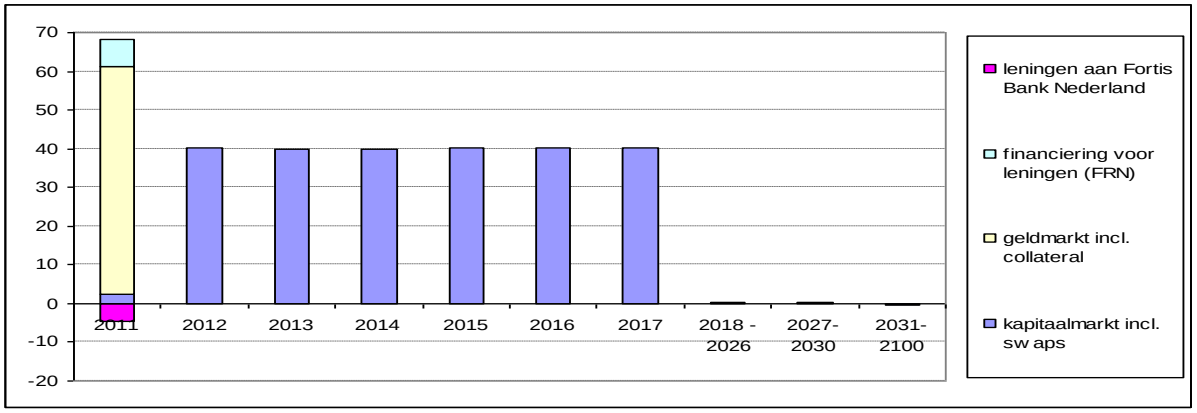
III.2 Risico ten opzichte van de benchmark

Over de resultaten van de schuldfinanciering ten opzichte van de benchmark wordt jaarlijks achteraf gerapporteerd[47]. Het betreft hier zowel het risico als de kosten. Voor wat betreft het risico probeert het Agentschap de benchmark zoveel mogelijk te benaderen[48]. De schuldmanager heeft niet actief posities ingenomen ten opzichte van de

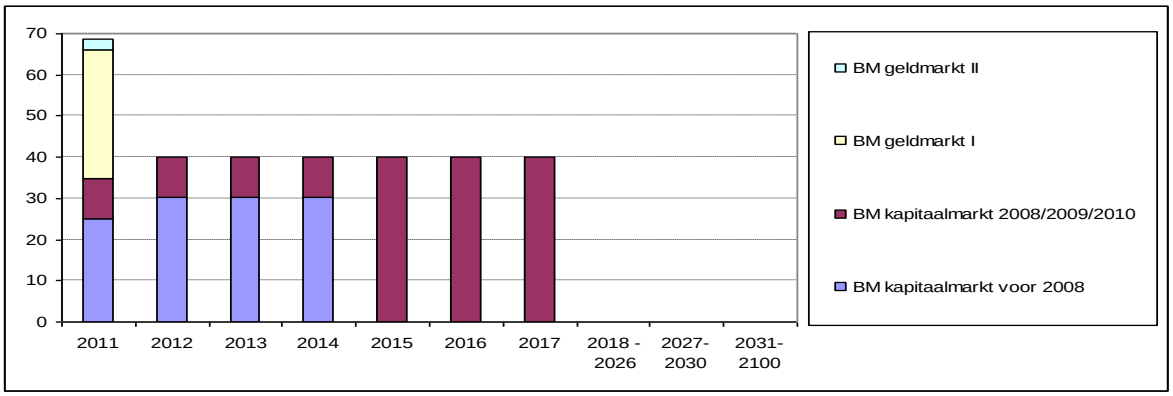
[46] Zie jaarverslag IXA Nationale Schuld 2008, 2009 en 2010.
[47] Zie jaarverslagen IXA Nationale Schuld over 2008, 2009 en 2010.
[48] Voor de volledigheid wordt opgemerkt dat er per ultimo 2010 wel sprake was van een valuta- en renterisico ten opzichte van de benchmark als gevolg van de overname van schuldtitels van het (voormalig) land Nederlandse Antillen en de (voormalig) eilandengroep Curaçao.

benchmark[49]. Het risicoprofiel van de schuldportefeuille inclusief swaps (Figuur 11) lijkt daardoor ultimo 2010 op dat van de benchmark (Figuur 9).

Figuur 11: Risicoprofiel van de schuldportefeuille inclusief swaps ultimo 2010 (in € mld)



Figuur 12: Risicoprofiel van de benchmark ultimo 2010 (in € mld)



Ook per ultimo 2008 en ultimo 2009 was sprake van vergelijkbare risicoprofielen voor de werkelijke portefeuille en de benchmark. Het risico wordt gepresenteerd op basis van de nominale omvang van de schuldtitels (en swaps) waarvoor de rente opnieuw moet worden vastgesteld. Hierdoor kunnen er kleine afwijkingen in de presentatie van het risico ontstaan[50].

Het risicoprofiel van de werkelijke portefeuille is vergelijkbaar met het risicoprofiel van de benchmark, maar de manier waarop dit profiel is bereikt, verschilt. Vanaf 1 januari 2008 zijn benchmarktransacties en werkelijke schuldfinanciering verschillend. In de benchmark vindt sinds begin 2008 uitsluitend dagelijks (her)financiering tegen het 7-jaars rendement of daggeldtarief (EONIA) plaats. De herfinanciering met 7-jaars leningen in 2008, 2009 en 2010 is zichtbaar in het risicoprofiel van de benchmark per ultimo 2010 in de jaren 2015, 2016 en 2017 (Figuur 12). Ook is zichtbaar dat het begrotingstekort uit 2008 en 2009, nadat het eerst is gefinancierd tegen daggeldtarief, in de benchmark is verwerkt door herfinanciering in looptijden van 1 tot 7 jaar. Dit heeft ertoe geleid dat de absolute omvang van het risico in de jaren 2011 t/m 2017 (in Figuur 12) is toegenomen van ca. € 30 mld begin 2008 tot ca. € 40 mld per ultimo 2010.

Het risicoprofiel van de benchmark per ultimo 2010 maakt onderscheid tussen een geldmarkt I en geldmarkt II. Geldmarkt I is dat deel van de schuld dat in de benchmark

[49] Met uitzondering van beperkte positiename door dealers in de geldmarkt.
[50] Per ultimo 2010 is er sprake van zo'n afwijking. Het totale risico in de schuldportefeuille zoals gepresenteerd in Figuur 11 is iets lager dan het totale risico in de benchmark in Figuur 12. In het risicoprofiel worden de nominale omvangen gepresenteerd. Door agio/disagio bij uitgifte en verschillen in de rentelasten kan de omvang van de nominale schuld in de schuldportefeuille afwijken van die in de benchmark. Zie voor een toelichting jaarverslag IXA Nationale Schuld over 2010.

tegen daggeldtarief (EONIA) is gefinancierd. Ook geldmarkt II is tegen daggeldtarief gefinancierd, maar wordt apart vermeld omdat voor een deel van de financiering van kredietcrisismaatregelen een aangepaste risicomanagement benadering wordt toegepast. In 2008 heeft de Nederlandse Staat een belang genomen in Fortis Bank Nederland Holding N.V., Fortis Verzekeringen Nederland N.V., Fortis Corporate Insurance N.V. en indirect in het door Fortis gekochte deel van RFS Holdings (ABN AMRO). Onderdeel van het verwerven van de deelneming was de overname van korte en lange leningen van Fortis Bank SA/NV aan Fortis Bank Nederland (FBN)[51]. De leningen aan FBN zijn verwerkt in de administratie van artikel 1 van begrotingshoofdstuk IXA. Doordat zowel de financiering van deze leningen als de leningen zelf op hetzelfde begrotingshoofdstuk zijn verwerkt, is voor dat deel van de staatsschuld een ALM-benadering toegepast[52]. Initieel was de omvang van de financiering van de leningen even groot als de omvang van de leningen zelf. Na verloop van tijd is onder andere door vervroegde aflossingen van de leningen door FBN de samenstelling van dit deel van de schuldportefeuille veranderd. Het deel van de benchmark waarmee de financiering van de leningen en de resterende leningen aan FBN vergeleken moet worden is BM geldmarkt II.

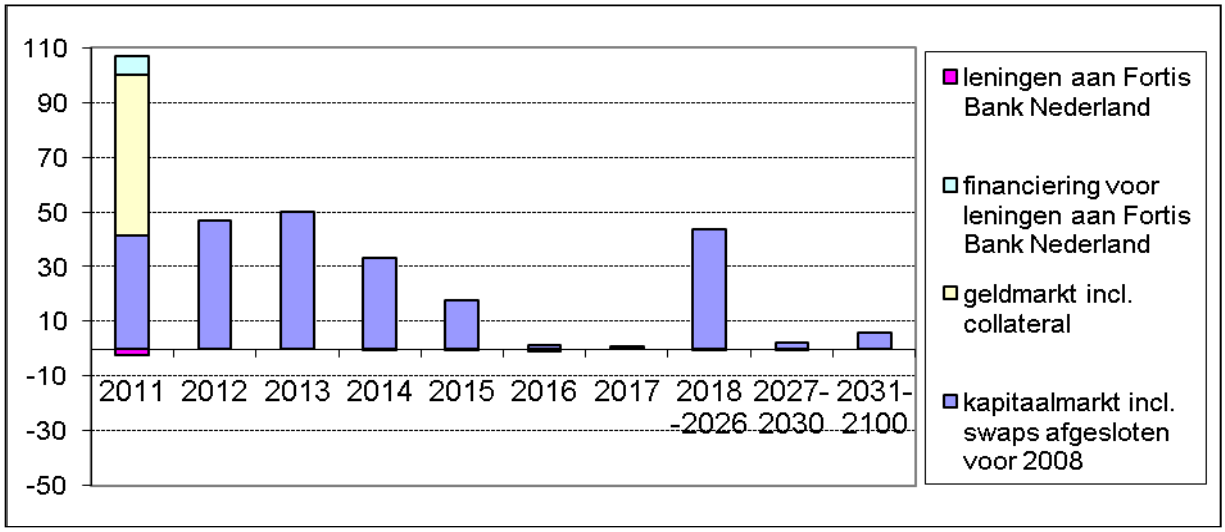
Het 7-jaars rendement waartegen in de benchmark wordt gefinancierd, is gelijk aan de effectieve rendement waartegen de Staat zich ook had kunnen financieren. Hierdoor ademen de rentelasten in de benchmark mee met het renteniveau in de markt. Ook de rentelasten in de schuldportefeuille ademen door (her)financiering mee met het renteniveau in de markt. Zolang het risicoprofiel van beide portefeuilles op elkaar lijkt ademen beide portefeuilles zelfs in vergelijkbare mate mee met het renteniveau in de markt. De schuldmanager loopt daardoor geen risico als gevolg van het veranderen van absolute renteniveaus (levelrisico).

In de werkelijke portefeuille wordt het risicoprofiel van de benchmark benaderd door een combinatie van uitgifte in verschillende looptijden tot en met 30 jaar en swaps. Als gevolg daarvan wordt ten opzichte van de benchmark een spreadrisico gelopen. De uitgifte van een 3-jaars lening, en gelijktijdig afsluiten van een 3-jaars receiverswap[53] en een 7-jaars payerswap in de schuldportefeuille is immers niet hetzelfde als de uitgifte van een 7-jaars lening in de benchmark. Met de constructie is in de schuldportefeuille weliswaar het levelrisico ten opzichte van de benchmark ingelokt, maar blijft nog onduidelijk wat het totale resultaat over de gehele periode zal zijn. De 3-jaars lening uit de schuldportefeuille wordt immers ge(her)financierd na drie jaar tegen een nu nog onbekend tarief en onbekende looptijd. Daarbij wordt dan tevens weer een receiverswap met vergelijkbare looptijd afgesloten. Effectief is het risico dat ten opzichte van de benchmark wordt gelopen spreadrisico. Het betreft hier de spread tussen de swaprente en het effectieve rendement op staatsleningen met een vergelijkbare looptijd. Fluctuaties in de spread zijn kleiner dan fluctuaties in het renteniveau.

Ten opzichte van de benchmark zou sprake zijn geweest van een levelrisico wanneer geen swaps waren afgesloten in 2008, 2009 en 2010. Het risicoprofiel van de werkelijke portefeuille had er dan anders uitgezien dan dat van de benchmark (zie Figuur 13). Afwijkingen van een portefeuille met theoretisch efficiënte afruil tussen kosten en risico zijn groter wanneer behalve spreadrisico ook levelrisico wordt gelopen. Dit wordt hierna toegelicht.

[51] Kamerstukken II, 2008/09, 31 371, nr. 12.
[52] Zie jaarverslagen Nationale Schuld over 2008, 2009 en 2010.
[53] Een receiverswap is een swap waarbij een vaste lange swaprente wordt ontvangen en een variabele rente, doorgaans 3-maands of 6-maands euribor, wordt betaald. Een payerswap is een swap waarbij de vaste lange swaprente wordt betaald en variabele rente wordt ontvangen.

Figuur 13: Risicoprofiel van de schuldportefeuille per ultimo 2010 exclusief de swaps afgesloten vanaf 1-1-2008 (in € mld)



III.3 Resultaat ten opzichte van de benchmark in termen van kosten

De prestatiemeting in termen van kosten is gebaseerd op "total cost" (zie box 1). Het resultaat op basis van "total cost" omvat meer dan alleen de (gerealiseerde) rentelasten op transactiebasis zoals die verantwoord worden in het jaarverslag van IXA Nationale Schuld. Ook (ongerealiseerde) waardeveranderingen van de schuldportefeuille zijn onderdeel van het resultaat. Dit is noodzakelijk om resultaten van de schuldportefeuille goed te kunnen vergelijken met resultaten van de benchmark. Een vergelijking van uitsluitend de gerealiseerde rentelasten en -baten is daarvoor ontoereikend. In de schuldportefeuille en de benchmark zullen de momenten waarop schuld aflost en herfinanciering plaatsvindt verschillend zijn in een "total cost" benadering wordt daar rekening mee gehouden. Door het contant maken van alle aangegane verplichtingen worden marktwaardeveranderingen bepaald en effecten van de gekozen uitgiftestrategie toegerekend aan het resultaat. Zowel voor de schuldportefeuille als voor de benchmark wordt het "total cost" resultaat berekend. De prestatiemeting komt neer op het vergelijken van het resultaat van de werkelijke portefeuille met het resultaat van de benchmark. Het verschil tussen beide heet het resultaat ten opzichte van de benchmark.

Box 1: Total Cost

"Total cost" is een methode voor berekenen van de kosten op een schuldportefeuille voor een specifieke rapportageperiode. De methode is afgeleid van "total return"[54]. In de "total cost" methode wordt de waarde van de schuldportefeuille aan het begin van de rapportageperiode vergeleken met de waarde aan het eind van de periode. Zo wordt een resultaat verkregen. Hierbij worden ook tussentijdse rentebetalingen en kosten voor schulduitgifte verwerkt. De methode is gevoelig voor schuldmutaties gedurende de rapportageperiode. Deze mutaties worden in de schuldportefeuille veroorzaakt door het begrotings-tekort (-overschot). Door daarmee ook in de benchmark rekening te houden, zijn de "total cost" resultaten van de schuldportefeuille te vergelijken met die van de benchmark

Per 1 januari 2008 waren de marktwaarde van de werkelijke portefeuille en de benchmark gelijk aan elkaar. Het cumulatieve resultaat ten opzichte van de benchmark per ultimo 2010 bedraagt € 182 mln (zie Tabel 5). Dit is opgebouwd uit een positief

[54] Een methode voor het berekenen van het rendement op een portefeuille beleggingen over een bepaalde periode. De waarde aan het begin van de periode wordt vergeleken met de waarde aan het eind van de periode. In de meest simpele situatie, waarbij gedurende de periode geen onttrekkingen of toevoegingen in de portefeuille plaatsvinden, is de waardemutatie gedeeld door de waarde aan het begin van de periode het rendement.

resultaat ten opzichte van de benchmark van € 494 mln op de geld en kapitaalmarkt (exclusief leningen aan Fortis en de financiering daarvan) en een negatief resultaat van € 312 mln op de Fortis portefeuille ten opzichte van de benchmark.

Tabel 5: Resultaten ten opzichte van de benchmark over de periode 2008 tot en met 2010

	Resultaat tov benchmark - 2008 t/m 2010	**total cost 2008-2010**
X1+X2	**resultaat geldmarkt & kapitaalmarkt tov benchmark**	**494**
X3	**resultaat Fortis portefeuille tov benchmark**	**-312**
Z	**totaal resultaat tov benchmark (X1 + X2 + X3)**	**182**

Het negatieve resultaat op de Fortis portefeuille betreft met name de effecten van ongerealiseerde marktwaarden op de lange leningen aan FBN en de FRNs (Floating Rate Notes; langlopend schuldpapier met een variabele rente) waarmee de Staat een deel van deze leningen heeft gefinancierd.

Voor de leningen aan FBN en financiering daarvan wordt het cumulatieve resultaat afzonderlijk bijgehouden. Dit stelt het Agentschap in staat als alle transacties zijn afgelopen het (uiteindelijk gerealiseerde) resultaat op de Fortis portefeuille te bepalen.

Het resultaat ten opzichte van de benchmark kan worden uitgesplitst in een gerealiseerd resultaat en een ongerealiseerd resultaat. Deze uitsplitsing is (in het jaarverslag IXA Nationale Schuld) gemaakt voor 2010 (zie Tabel 6)[55]. Het totale resultaat ten opzichte van de benchmark over 2010 is opgebouwd uit een positief gerealiseerd (€ 231 mln) en een positief ongerealiseerd resultaat (€ 262 mln). Een positief gerealiseerd resultaat ten opzichte van de benchmark impliceert dat de netto rentelasten, zoals worden verantwoord in het jaarverslag van IXA Nationale Schuld, over 2010 lager zijn geweest dan wanneer precies zo was gefinancierd als de benchmark voorschrijft. Dit betekent echter nog niet dat in volgende jaren de rentelasten voor de schuldportefeuille ook lager zullen zijn. Dit hangt immers ook af van de toekomstige ontwikkeling van de rente en de financieringskeuzen die in latere jaren worden gemaakt. Het positieve ongerealiseerde resultaat ten opzichte van de benchmark laat zien dat, ceteris paribus, de financieringskeuzen die in 2008, 2009 en 2010 zijn gemaakt gunstig zijn ten opzichte van de benchmark.

Tabel 6: Gerealiseerd en ongerealiseerd resultaat ten opzichte van de benchmark over 2010

	Resultaat t.o.v. benchmark - 2010	**total cost 2010**
X1+X2	gerealiseerd	266
	ongerealiseerd	201
X3	gerealiseerd	-35
	ongerealiseerd	61
	gerealiseerd (X1+X2+X3)	231
	ongerealiseerd (X1+X2+X3)	262
Z	**totaal resultaat tov benchmark**	**492**

[55] Om meer inzicht te krijgen in de opbouw van het total cost resultaat is ten behoeve van het jaarverslag over 2010 voor het eerst de aansluiting met de gerealiseerde rentelasten zoals die jaarlijks worden verantwoord in het jaarverslag IXA gemaakt. Deze aansluiting is in de jaarverslagen 2008 en 2009 niet gemaakt.

De omvang van het ongerealiseerde resultaat ten opzichte van de benchmark is beperkt gebleven omdat de schuldmanager nauwelijks is afgeweken van het risicoprofiel van de benchmark. Het financieringsbeleid is in beginsel niet veranderd ten opzichte van 2003-2007 [56] (zie ook Bijlage 5: Financieringsbeleid en afwijkingen van een efficiënte portefeuille). Het renterisico dat het gevolg was van het ongewijzigde uitgiftebeleid (zie Figuur 13) is met swaps bijgestuurd tot dat van de benchmark. Hierdoor is het ongerealiseerde resultaat ten opzichte van de benchmark in 2010 beperkt gebleven tot ca. € 0,3 mld (zie Tabel 6). Ongerealiseerde resultaten ten opzichte van de benchmark hadden groter kunnen zijn wanneer de schuldmanager was afgeweken van het door de benchmark voorgeschreven risicoprofiel. In dat geval was er immers sprake geweest van een levelrisico ten opzichte van de benchmark. Gevolgen van levelrisico worden inzichtelijk gemaakt in de volgende paragraaf.

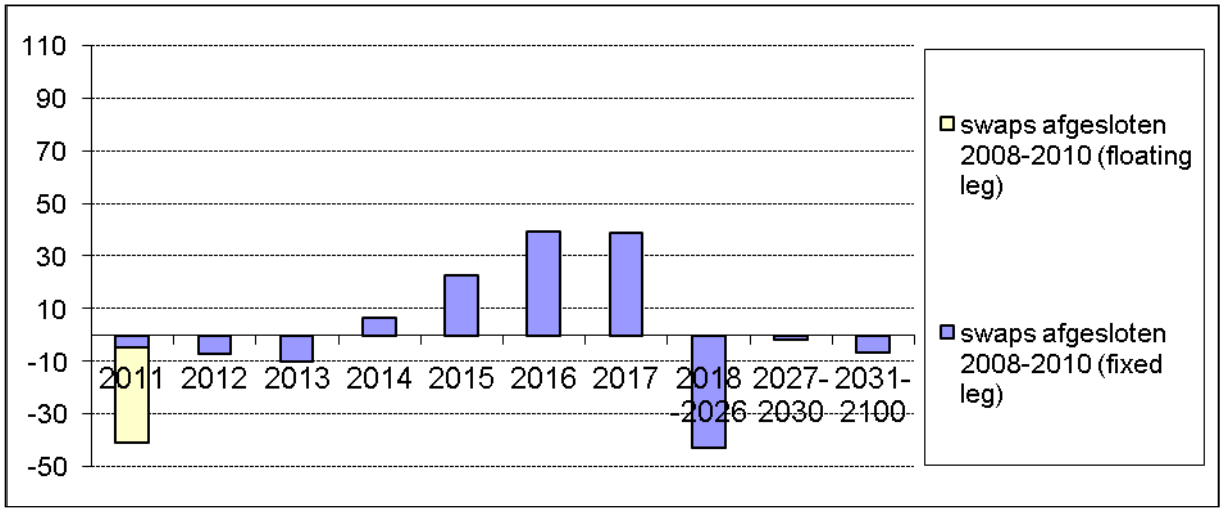
III.3.1 Effect van swaps in het resultaat ten opzichte van de benchmark

Doordat swaps sinds 2008 een integraal onderdeel zijn geworden van het Nederlandse schuldfinancieringsbeleid is de swapportefeuille van de Nederlandse Staat toegenomen. Het gebruik van swaps door schuldmanagers roept wel eens vragen op. In de eerste plaats heeft dit te maken met de transparantie die schuldmanagers hanteren bij het gebruik van derivaten. Niet elke schuldmanager is even transparant als de Nederlandse ten aanzien van de rol en het risico van swaps in het schuldbeleid, de afgesloten derivaten en de resultaten daarop. Voor de Nederlandse Staat zijn swaps een integraal onderdeel van het risicomanagement beleid. Dit wordt ook uitgelegd op de website van het Agentschap (www.dsta.nl). Het Agentschap geeft daarnaast openheid over de samenstelling van de swapportefeuille in de maandelijkse rapportage op de website. Het resultaat op de swaps is integraal onderdeel van het resultaat van schuldfinanciering ten opzichte van de benchmark. De rentelasten op swaps worden ook begroot en verantwoord als onderdeel van de totale rentelasten op de staatsschuld. In de tweede plaats zijn er aan het gebruik van derivaten risico's verbonden zoals kredietrisico. Voor deze risico's zal de schuldmanager adequate beheersmaatregelen moeten nemen, zoals uitgelegd in hoofdstuk II.4. In de derde plaats heeft de derivaten markt een enorme ontwikkeling doorgemaakt de laatste jaren. De hoeveelheid en complexiteit zijn daardoor enorm toegenomen. Ook schuldmanagers en/of overheden zijn tegenwoordig in de gelegenheid om gebruik te maken van complexe derivaten als instrument om risico's af te dekken of om lasten of baten te verschuiven in tijd. De Nederlandse schuldmanager maakt overigens alleen gebruik van de meest eenvoudige standaard derivaten (renteswaps en valutaswaps) en uitsluitend met het doel om rente- en valutarisico te bij te sturen resp. af te dekken.

Voor de periode 2008-2010 kan het effect van de swapportefeuille op het risico en de kosten van schuldfinanciering wordt geïsoleerd. Dit geeft inzicht in de kosten en baten van het gebruik van swaps voor risicomanagement bij schuldfinanciering. Figuur 13 toont het risicoprofiel van de schuldportefeuille wanneer in de periode 2008-2010 geen swaps waren afgesloten om het renterisico van het uitgiftebeleid bij te sturen. Dit profiel wijkt af van het beoogde risicoprofiel van de benchmark (Figuur 12). Door het afsluiten van swaps in 2008, 2009 en 2010 is het risico uitgedrukt in een basisrisicobedrag per ultimo 2010 verlaagd van ca. € 105 mld (omvang in 2011 in Figuur 13) naar ca. € 65 mld (omvang in 2011 in Figuur 12). Dit effect wordt ook zichtbaar in Figuur 14. Daarin is te zien dat de swapportefeuille het renterisico in 2011 verlaagt en de kosten van financiering in de langere segmenten reduceert tot kosten in het 7-jaars segment.

[56] In de periode 2008-2010 is, om te voorzien in de hoger financieringsbehoefte als gevolg van de kredietcrisis, het financieringsbeleid op onderdelen wel aangepast. Zo is het beroep op de kapitaalmarkt met ingang van 2009 verdubbeld tot ca. € 50 mld per jaar. Verder is in 2009 een off-the-run faciliteit geïntroduceerd waarmee in beginsel maandelijks (de 4e dinsdag in de maand, reguliere veilingen vinden plaats op de 2e dinsdag van de maand) maximaal 3 oude leningen werden heropend. Met ingang van 2010 is de minimale omvang van € 10 mld, die door heropeningen binnen een jaar wordt bereikt, voor nieuwe 3- en 10-jaars leningen, verhoogd naar € 15 mld. Er zijn overigens geen majeure wijzigingen in de uitgangspunten doorgevoerd.

Figuur 14: Effect van swaps afgesloten in 2008,2009, 2010 op het risicoprofiel (in € mld)



Tegenover de risicoreductie staan kosten. Deze kosten voor het verzekeren tegen renterisico worden zichtbaar in het resultaat en bedragen € 2,4 mld (Kolom B in Tabel 7). De toegerekende rentelasten (gerealiseerd resultaat) voor de swaps afgesloten in 2008, 2009 en 2010 over de periode 2008-2010 bedragen € 0,7 mld. Op de swaps afgesloten in 2008, 2009 en 2010 is dus sprake van een negatief ongerealiseerde resultaat van € 1,7 mld over de periode 2008-2010. De executiekosten voor swaps (de afwijking van de bied- of laatprijs van de mid-swaprente) zitten verwerkt in de prijs waartegen de swap is afgesloten en zijn daardoor onderdeel van het gerealiseerde en ongerealiseerde resultaat op de swaps. De omvang van deze kosten is niet te verbijzonderen.

Tabel 7: Resultaat ten opzichte van benchmark incl. en excl. swaps uit 2008-2010

Resultaat schuldfinanciering t.o.v. benchmark - 2008 t/m 2010		A. total cost	B. total cost (swaps 2008-2010)	C. total cost (excl. swaps 2008-2010)
X1+X2	**geldmarkt & kapitaalmarkt**	**494**	**-2.237**	**2.731**
X3	**Fortis portefeuille**	**-312**	**-152**	**-160**
Z	**resultaat t.o.v. benchmark (X1 + X2 + X3)**	**182**	**-2.390**	**2.572**

Het resultaat van de schuldportefeuille exclusief de swaps uit 2008, 2009 en 2010 ten opzichte van de benchmark staat in Tabel 7 (kolom C). Het resultaat exclusief de swaps is groter (meer positief) dan het resultaat inclusief de swaps (kolom A in Tabel 7 en Tabel 5). De grotere afwijking van de benchmark (in termen van kosten) hangt uiteraard samen met de afwijking in het risicoprofiel. Wanneer geen swaps waren afgesloten in 2008, 2009 en 2010 was, bij ongewijzigd uitgiftebeleid, sprake geweest van een levelrisico ten opzichte van de benchmark (levelrisico is groter dan spreadrisico). Een technische uitwerking van de omvang van het levelrisico is te vinden in Bijlage 6: Afwijkingen ten opzichte van benchmark en duration. Terugkijkend over de periode 2008-2010 had een afwijking van de benchmark geleid tot een groter (positief) resultaat ten opzichte van de benchmark. Wel was er dan sprake geweest van een groter renterisico. Het resultaat uit kolom C had er anders uit kunnen zien (en even groot maar tegengesteld kunnen zijn) wanneer de rente als gevolg van de kredietcrisis niet was gedaald (maar juist was gestegen). Ook de resultaten voor de swaps uit 2008-2010 hadden er dan anders uitgezien (tegengesteld). Door het afsluiten van de swaps is een efficiëntere afruil tussen kosten en risico gerealiseerd. Het feit dat er onder de

verzekering (de swaps) dan geen uitkering heeft plaatsgevonden, omdat het risico een rentestijging zich niet heeft gemanifesteerd, wil nog niet zeggen dat verzekering tegen renterisico niet efficiënt is geweest. Immers een verzekering (vergelijk een brandverzekering) sluit men doorgaans af voor de kosten van een onverwachte gebeurtenis (zoals brand). Als die gebeurtenis zich dan niet voordoet, wil dat niet zeggen dat de verzekeren onverstandig is geweest. Voor de volledigheid wordt ook opgemerkt dat wanneer de schuldmanager geen swaps had kunnen gebruiken om het renterisico bij te sturen het uitgiftebeleid er wellicht anders uitgezien had.

Door de introductie van een benchmark is er voor de schuldmanager minder ruimte voor afwijkingen, afwijkingen worden immers zichtbaar in de verantwoording achteraf. Doordat de benchmark portefeuille op basis van ex-ante modelanalyse efficiënt is voor wat betreft afruil tussen kosten en risico, is daarmee ook de ruimte om af te wijken van een theoretisch efficiënte portefeuille kleiner geworden. De schuldmanager heeft op dit moment immers geen mandaat om af te wijken van het risicoprofiel van de benchmark. Dat er niet is afgeweken van het risicoprofiel is ook zichtbaar in de resultaten ten opzichte van de benchmark, die beperkt zijn gebleven tot ca. € 0,5 mld. Wanneer het risicoprofiel niet eenduidig is voorgeschreven, zoals in de stuurvariabele voor de periode 2003-2007 het geval was, is kunnen afwijkingen van een ex-ante efficiënte portefeuille veel groter zijn. Ook wanneer de schuldmanager risicotechnisch zou afwijken van de benchmark door bijvoorbeeld geen swaps af te sluiten, hadden afwijkingen van een efficiënte portefeuille 5 tot 10 keer hoger kunnen zijn. Dit hadden dan zowel positieve als negatieve afwijkingen kunnen zijn.

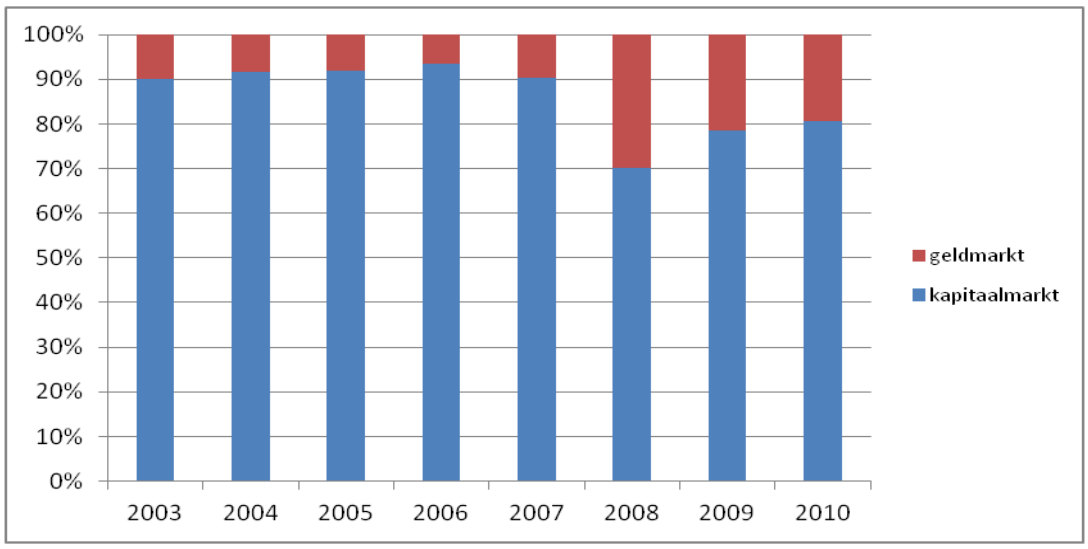
III.4 Risicokader als vangrail voor extreme situaties

Het risicokader moet passen bij de doelstelling van schuldfinanciering en het beoogde begrotingsbeleid. Het kader dient tevens een vangrail te zijn in onvoorziene omstandigheden. Dit impliceert in de eerste plaats dat de gekozen benchmarkportefeuille en de daarmee beoogde begrenzing van kosten en risico ook adequaat moet zijn in extreme situaties mocht onverwacht de begrotingsdoelstellingen niet worden gerealiseerd of renteniveaus stijgen. In de tweede plaats betekent dit dat het kader bij moet dragen aan de toegang tot voldoende financiering onder moeilijkere omstandigheden. In de periode 2008-2010 heeft de vangrailfunctie van het risicokader zich op dit punt bewezen.

De Nederlandse overheid heeft eind 2008 op verschillende manieren geïntervenieerd om de financiële stabiliteit te bewaren. Als gevolg daarvan was er sprake van extra financieringsbehoefte. De benchmark schrijft voor dat de extra financieringsbehoefte wordt gefinancierd tegen daggeldtarief. Aansluitend op de werking van het risicokader is de extra financieringsbehoefte in 2008 in eerste instantie vooral opgevangen op de geldmarkt. De geldmarkt is doorgaans voldoende diep om schommelingen in de financieringsbehoefte veroorzaakt door onverwachte tegenvallers in het begrotingssaldo snel op te vangen. Financiering op de kapitaalmarkt is hiervoor minder geschikt door lagere flexibiliteit en vanwege de lagere liquiditeit en de grotere risico's voor investeerders. Bovendien kan door de extra financieringsbehoefte initieel op te vangen op de geldmarkt, worden vastgehouden aan een voorspelbare en transparante uitgiftestrategie op de kapitaalmarkt. Doordat (met name onverwachte) schommelingen in het begrotingssaldo worden opvangen op de geldmarkt daalt de gemiddelde resterende looptijd van de schuld significant als er sprake is van een omvangrijke extra financieringbehoefte zoals in 2008 als gevolg van de crisismaatregelen (zie Figuur 15)[57].

[57] Overigens vertekent de ALM benadering voor leningen aan Fortis en financiering daarvan de exposure op de geldmarkt. Tegenover een deel van de schuld staan daardoor vorderingen met eenzelfde risicoprofiel.

Figuur 15: Samenstelling staatsschuld (uitstaande stand) ultimo jaar

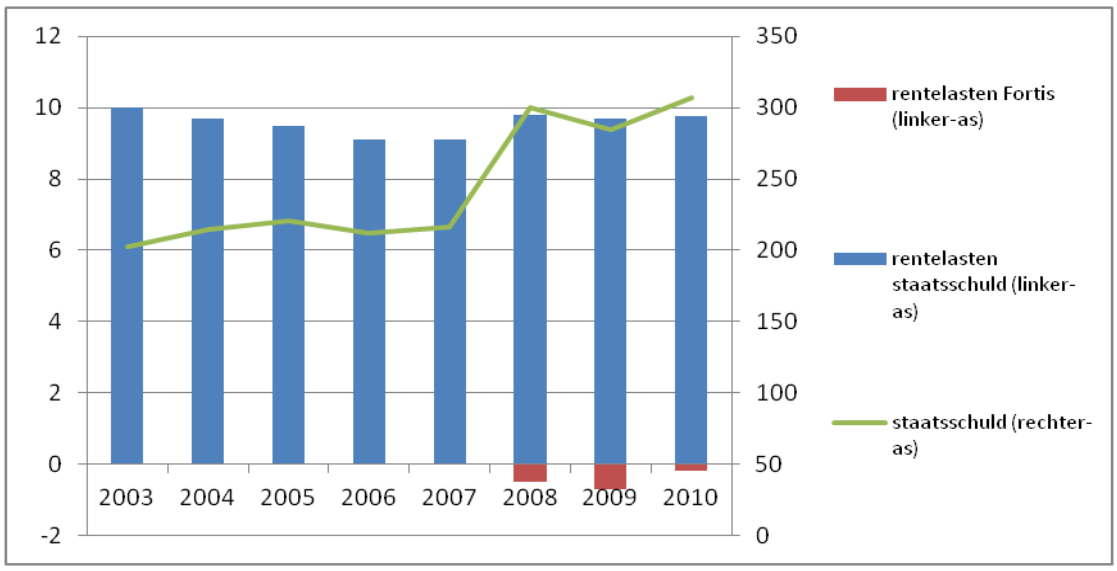


Korte financiering is gemiddeld genomen goedkoper maar risicovoller dan langere financiering. Door de renteverlagingen van de ECB zijn de kosten voor korte financiering nog verder afgenomen. Nu relatief voordelige financiering op de geldmarkt impliceert wel herfinanciering in het volgende jaar en dus een risico op toekomstige tegenvallers wanneer de rente stijgt.

Dit renterisico wordt in de benchmark beheerst door het volgende jaar de korte financiering voor het begrotingssaldo geleidelijk om te zetten in financiering tegen kapitaalmarktrendement in looptijden tot 7 jaar. Er wordt, voor wat betreft het renterisico, in de benchmark voortdurend bijgestuurd tot een 7-jaars gecentreerde portefeuille. Ook in de praktijk wordt deze werkwijze gevolgd. Dit komt tot uitdrukking in de verdubbeling van het kapitaalmarktberoep met ingang van 2009. Hierdoor (en door de aflossing van leningen door FBN) is de omvang van de geldmarkt relatief tot de totale omvang van de schuld afgenomen in 2009 en 2010. Wel zijn natuurlijk nieuwe begrotingstekorten uit 2009 (en ook die uit 2010) weer initieel in de geldmarkt opgevangen. Hierdoor blijft de geldmarkt in die jaren groot in verhouding tot de omvang van de geldmarkt in de periode 2003-2007. Overigens is het renterisico van de relatief grote geldmarkt verder beperkt doordat renteswaps zijn afgesloten. Dit is niet zichtbaar in Figuur 15 omdat deze figuur alleen naar uitstaande schuld kijkt. Effectief is hierdoor de portefeuille in 2009 (en ook in 2010) weer verlengd tot de gewenste 7-jaars gecentreerde portefeuille. Er wordt dus voortdurend gestuurd op een 7-jaars gecentreerde portefeuille, zonder dat die ooit daadwerkelijk wordt bereikt (noch in de benchmark nog in de werkelijke portefeuille). Het 7-jaars punt begrenst daardoor het risico en tevens de kosten.

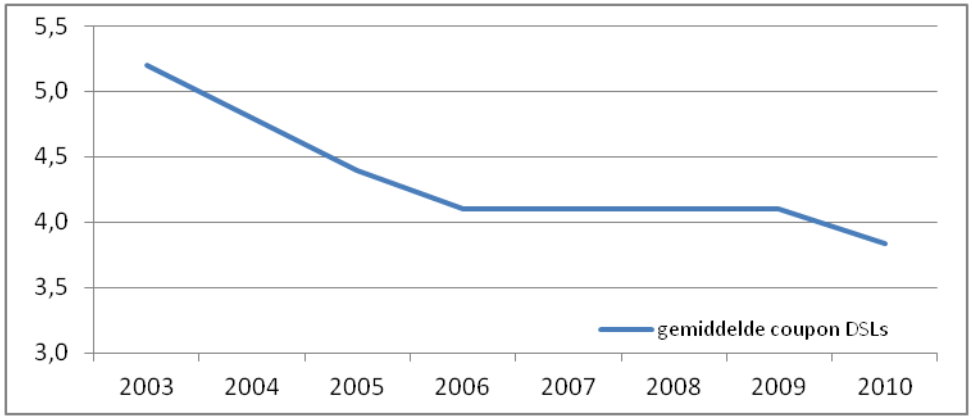
In praktijk is overigens de vangrailfunctie nog nooit echt getest. Verwacht zou worden dat bij een toename van de schuld, zoals in 2008, ook de rentelasten stijgen. Dit is inderdaad terug te zien in Figuur 16. De toename van de rentelasten in 2008 ten opzichte van het voorgaande jaar (ca. € 0,7 mld) staat echter niet in verhouding tot de toename in de schuld van 2007 op 2008 (€ 85 mld). De toename van de staatsschuld heeft alleen effect gehad op de rentelasten in het laatste kwartaal van 2008 (wat betekent dat er over een heel jaar sprake zou zijn van een toename van 4 x € 0,7 mld). Ook dan zijn de rentelasten relatief laag gebleven. Dit wordt verklaard door het feit dat tegenvallers in het financieringsbeleid en conform het risicokader initieel worden opgevangen in de geldmarkt. Korte financiering is gemiddeld goedkoper dan lange financiering. Voor de Nederlandse Staat was financiering op de geldmarkt en ook op de kapitaalmarkt tijdens de kredietcrisis (2008-2010) bovendien mogelijk tegen historisch lage tarieven.

Figuur 16: Jaarlijkse rentekosten en omvang staatsschuld per ultimo jaar 2003-2010 (in € mld)



De daling van de rentelasten in de jaren 2001 tot en met 2006/2007, bij een nagenoeg gelijkblijvende omvang van de staatsschuld, is gevolg van de daling in het renteniveau. Bij herfinanciering kon daardoor telkens een deel van de schuld met relatief hoge coupon worden vervangen door schuld met een lagere coupon. Dit is ook zichtbaar geworden in een daling van de gemiddelde coupon op de staatsleningen (DSLs).

Figuur 17: Gemiddelde coupon op staatsleningen (DSLs) per ultimo jaar (%)



Daarna, vanaf 2008 tot heden, heeft de kredietcrisis voor de Nederlandse Staat de financieringskosten verlaagd. Door onrust op financiële markten zijn investeerders eind 2008 gevlucht naar relatief veilig staatspapier. Gedurende de daaropvolgende Europese staatschuldencrisis van 2010 ontstond daarbij ook nog een scheiding tussen de landen met relatief hoge staatsschuld en de overige meer kredietwaardigere Europese landen waaronder Nederland. Door de grotere vraag naar het meer kredietwaardigere, veiligere staatsschuldpapier is de prijs van dit papier gestegen. De rendementen, die tegengesteld bewegen aan de prijs, zijn gedaald, terwijl er tegelijkertijd sprake was van extra aanbod van staatspapier om reddingsplannen en stimuleringsmaatregelen te financieren. Door de grote hoeveelheid geld die de centrale bank beschikbaar stelde, was er bovendien voldoende liquiditeit. De overheid had de grote financieringsbehoefte eind 2008 niet of alleen tegen hogere kosten kunnen financieren als er geen crisis was geweest, maar zonder crisis waren dergelijke financieringsbehoeften ook nooit ontstaan. Natuurlijk geldt wel dat financieren tegen de huidige, lager dan historisch gemiddelde tarieven, ceteris paribus een gunstig effect heeft op de rentelasten.

IV. Risicomanagementkader 2012 - 2015

IV.1 Schuld- en risicobeleid 2012-2015

Voor de periode 2012-2015 moet het risicokader (opnieuw) worden vastgesteld. Uit de evaluatie voor het huidige risicokader (2008-2011) blijkt dat de introductie van de benchmark heeft bijgedragen aan transparantie over kosten en risico van het gevoerde schuld- en risicobeleid ten opzichte van een beoogde optimale afruil tussen kosten en risico. Tevens is de benchmark werkbaar gebleken in tijden van crisis. De benchmark, als stuurvariabele voor schuldmanagement, zal dan ook worden gecontinueerd.

Het voor de periode 2008-2010 gekozen ijkpunt is een gecentreerde portefeuille omdat deze gekenmerkt worden door een optimale afruil tussen kosten en risico. Uit nieuwe modelanalyses blijkt dat over de langere termijn gezien gecentreerde portefeuilles nog steeds efficiënt zijn (zie Bijlage 7: Rentekosten en risico in evenwichtssituaties). Ook de keuze voor een gecentreerde portefeuille als benchmark wordt daarom gecontinueerd. Het ligt immers gelet op de doelstelling "schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke kosten onder acceptabel risico" niet voor de hand om een niet efficiënte portefeuille te kiezen als benchmark. Om te kunnen beoordelen welke keuze het best aansluit bij het begrotingsbeleid en de risicopreferentie van de overheid zijn analyses van de afruil tussen kosten en risico's voor de periode 2011-2015 gemaakt voor verschillende financieringsstrategieën uitgaande van de samenstelling van de portefeuille per ultimo 2010.

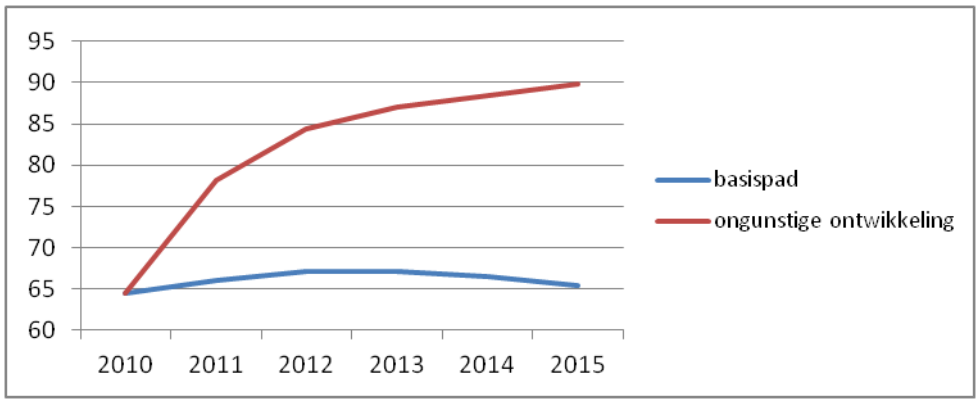
IV.2 Inputparameter voor modelanalyse 2012-2015

Door de sterke wisselwerking tussen begrotingsbeleid en schuldmanagement wordt in de analyses uitgegaan van de beoogde ontwikkeling van het begrotingssaldo. Daar het risicokader vooral een vangrail moet zijn (in het ergste geval nog effectief), moet in de analyses ook nadrukkelijk rekening gehouden worden met het risico van een saldoverslechtering en de vertaling daarvan naar de omvang van de schuld en de rentelasten. Bij dit laatste aspect wordt ook rekening gehouden met het risico van stijgende rentes.

IV.2.1 Het beoogde en tegenvallende ontwikkeling van het begrotingssaldo

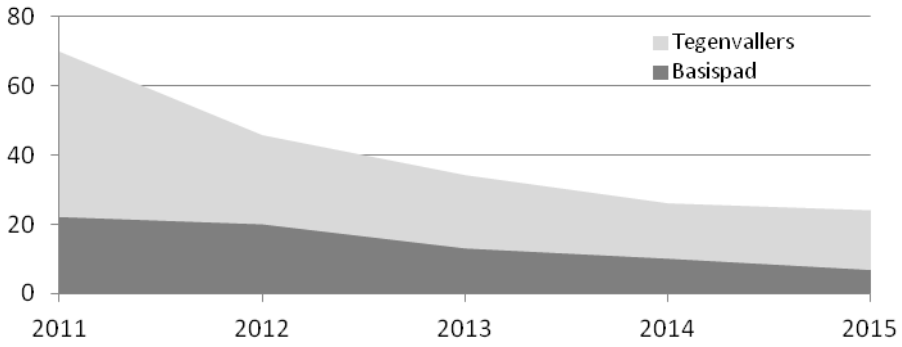
Uitgangspunt voor de analyses is de beoogde ontwikkeling van het begrotingssaldo. In Figuur 18 is de verwachte ontwikkeling van de EMU-schuld weergegeven (% BBP) dat daarbij aansluit (basispad).

Figuur 18: Ontwikkeling EMU-schuld (%BBP)



Het basispad is gebaseerd op de doorrekening van het regeerakkoord zoals gemaakt door het CPB[58]. Dezelfde figuur illustreert nog een ongunstigere variant. Deze variant is geïnspireerd op CPB doorrekeningen ten behoeve van de Schokproef overheidsfinanciën, een risico-analyse van de Nederlandse begroting[59] en houdt nadrukkelijk rekening met een saldoverslechtering, welke zichtbaar wordt in de toename van de schuld. De mogelijke schokken die kunnen leiden tot zo'n toename van de schuld zijn beschreven in de Schokproef overheidsfinanciën. De toe- of afname van de EMU-schuldratio wordt met behulp van de BBP-projecties vertaald naar een absolute toe of afname van de staatsschuld[60]. De jaarlijkse toe- of afname van de staatsschuld is het kassaldo dat moet worden gefinancierd. Figuur 19 illustreert de beoogde ontwikkeling van het hieruit afgeleide jaarlijkse begrotingssaldo (kassaldo en niet het EMU-saldo). Het verschil tussen de beoogde en de ongunstige ontwikkeling zijn tegenvallers. De tegenvallers hebben de omvang van historisch waargenomen schokken uit de recente kredietcrisis. De scenario's uit Figuur 19 zijn input voor de kosten-risico-analyses voor de staatsschuld voor de periode 2011-2015.

Figuur 19: Begrotingstekort / kastekort (€ mld)

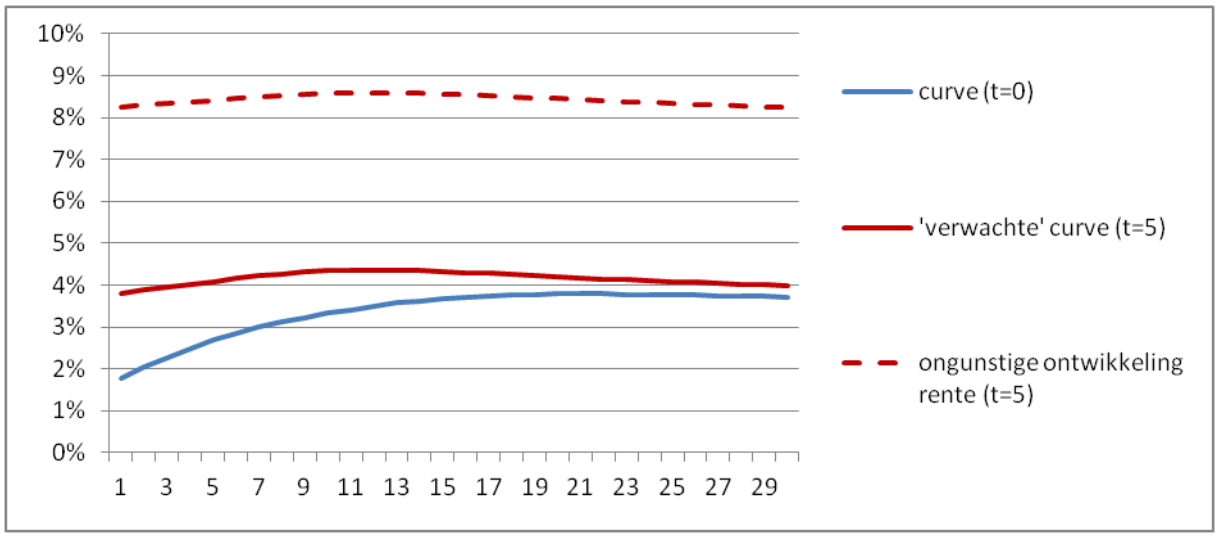


IV.2.2 Renteschokken en het ongunstige rentescenario

Voor kosten-risico-analyses voor de staatsschuld is het van belang om ook rekening te houden met onverwachte ongunstige ontwikkelingen in de nominale rente. Figuur 20 toont rentecurves voor looptijden tot 30 jaar. In de figuur is een rentecurve van medio 2011 (t=0) weergegeven. Uit die curve is (met behulp van "forwards") de impliciet 'verwachte' ontwikkeling van de curve voor de komende vijf jaar afgeleid. Een curve zoals die er naar 'verwachting' dat vijf jaar later uit zal zien is weergegeven in Figuur 20. Figuur 20 laat ook een curve vijf jaar later zien in geval van een ongunstige ontwikkeling van de rente. In die situatie wordt verondersteld dat er jaarlijks sprake is van een schok die voor een geleidelijke stijging van de rente zorgt. Na vijf schokken is het niveau van de rentecurve in het ongunstige scenario (t=5) ca. 4 procentpunt hoger dan de 'verwachte' curve (t=5).

[58] Actualisatie Economische Verkenning 2011-2015 (verwerking regeerakkoord), CPB document, No 213, november 2010.
[59] Daarbij is uitgegaan van simulatie 1: Financiële crisis. Zie de brief van de minister van Financiën (Kamerstukken II, 2010-2011, 33000, nr. 36, incl. bijlage).
[60] De staatsschuld is niet hetzelfde als de EMU-schuld. De EMU-schuld omvat naast de staatsschuld (de schulden van de Rijksoverheid), ook de schulden van bijvoorbeeld decentrale overheden, zoals gemeenten en provincies.

Figuur 20: Rentecurve (t=0) voor looptijden tot 30 jaar (horizontale as), daaruit afgeleide curve 5 jaar later en een curve 5 jaar later in geval van een ongunstige ontwikkeling van de rente

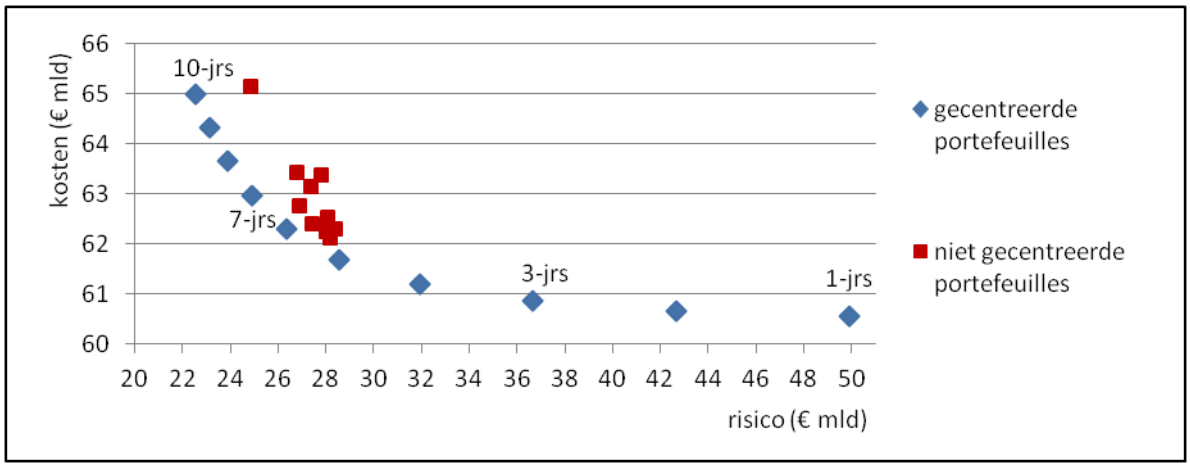


Het hoge renteniveau uit Figuur 20 benadert de historisch hoge rentes uit begin jaren 90, toen de 10-jaars rente op Nederlandse staatsleningen ruim 9% bedroeg.

IV.3 Rentekosten en -risico voor de periode 2011-2015

Uitgaande van de samenstelling van de schuldportefeuille en de swapportefeuille per ultimo 2010 zijn verschillende financieringsstrategieën doorgerekend voor de periode 2011-2015. Daarbij is rekening gehouden met de beoogde ontwikkeling van het begrotingsaldo (basispad uit Figuur 19). De staatsschuld stijgt daardoor van ca. € 302 mld[61] per ultimo 2010 naar in ca. € 375 mld per ultimo 2015. Het begrotingstekort (kastekort) wordt, net als in praktijk, ook in de doorrekeningen jaarlijks opgevangen op de geldmarkt en in het daaropvolgende jaar geherfinancierd in langere looptijden. In de analyse is uitgegaan van de hierboven beschreven ontwikkeling van de rente (Figuur 20). Figuur 21 geeft de verwachte kosten en het risico gecumuleerd over de jaren 2011-2015 weer.

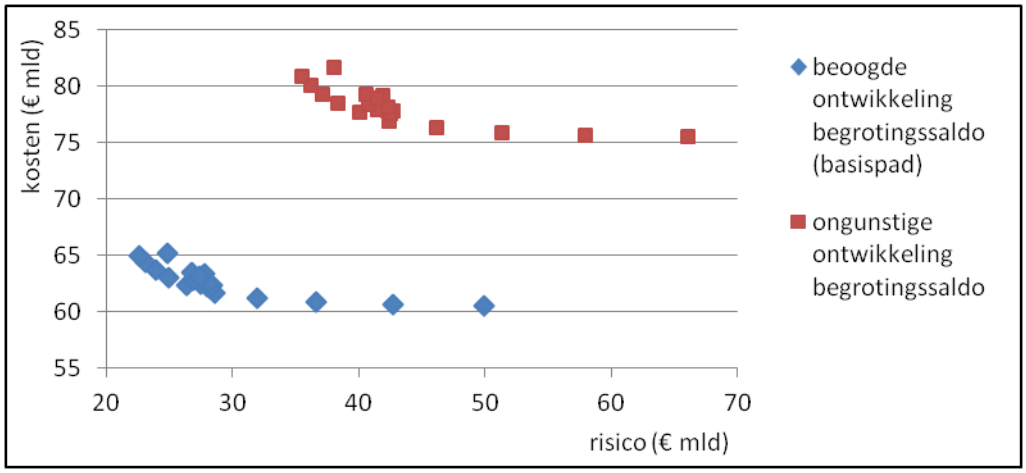
Figuur 21: Kosten en risico voor verschillende financieringsstrategieën gecumuleerd over 2011-2015 bij beoogde ontwikkeling van het begrotingssaldo (€ mld)



[61] Staatsschuld per ultimo 2010 bedroeg ca. € 306,7 mld. Tegenover ca. € 4,6 mld staan per ultimo 2010 nog bezittingen (leningen aan Fortis Bank Nederland). Voor die bezittingen en de financiering daarvan wordt een zogenaamde ALM benadering toegepast.

Het risicoprofiel van de schuld- en swapportefeuille per ultimo 2010 is gelijk aan dat van een 7-jaars gecentreerde portefeuille. In de analyse is het effect van migratie van de 7-jaars gecentreerde portefeuille naar een andere gecentreerde portefeuille op de kosten risico afruil meegenomen. Daarbij is verondersteld dat een migratie in het eerste jaar (2011) plaatsvindt. Bij tegenvallers in het begrotingssaldo stijgt de schuld en stijgen ook de absolute rentekosten en het absolute renterisico. Wanneer zich de tegenvallers uit Figuur 19 voordoen, zal puntenwolk uit Figuur 21 hoger komen te liggen (zie Figuur 22).

Figuur 22: Kosten en risico voor verschillende financieringsstrategieën gecumuleerd over 2011-2015 bij beoogde en ongunstige ontwikkeling van het begrotingssaldo (€ mld)



Voor een aantal van de gecentreerde portefeuilles uit Figuur 21 en Figuur 22 zijn in Tabel 8 de kosten en het risico voor de periode 2011-2015 samengevat. Doordat is uitgegaan van de schuld- en swapportefeuille per ultimo 2010 zijn ook de kosten voor herstructureren van de bestaande portefeuille naar een langere of kortere portefeuille verwerkt.

Tabel 8: Kosten en risico gecumuleerd over 2011-2015 (€ mld)

gecentreerde portefeuille	4-jaars	5-jaars	6-jaars	7-jaars	8-jaars	9-jaars	10-jaars
rentekosten bij beoogde saldo-ontwikkeling (A)	61,2	61,7	62,3	63,0	63,7	64,3	65,0
renterisico = extra kosten bij ongunstige renteontwikkeling (B)	32,0	28,5	26,4	24,9	23,9	23,1	22,6
"maximale" kosten bij ongunstige rente-ontwikkeling (C= A+B)	*93,2*	*90,2*	*88,7*	*87,9*	*87,5*	*87,5*	*87,6*
"maximale" kosten bij ongunstige rente- en saldo-ontwikkeling (D)	*122,5*	*119,4*	*117,7*	*116,8*	*116,4*	*116,3*	*116,3*
begrotingsrisico (D-C)	*29,7*	*29,3*	*29,1*	*29,0*	*28,9*	*28,9*	*28,8*
|Δkosten/Δrisico| (verzekeringspremie)		0,1	0,3	0,5	0,7	0,9	1,2

Bij de beoogde ontwikkeling van het begrotingssaldo en het continueren van de 7-jaars gecentreerde portefeuille als benchmark bedragen bij het huidige renteniveau de kosten over een periode van vijf jaar ca. € 63,0 mld (zie regel A in Tabel 8). Wanneer de rente zich echter ongunstig ontwikkelt en het renteniveau toeneemt tot ca. 8% in 2015 (zie Figuur 20) kunnen die kosten toenemen met ca. € 24,9 mld (zie regel B in Tabel 8). Als het saldo zich ontwikkelt volgens het ongunstige pad (zie Figuur 19), zou er in het ergste geval nog eens ca. € 29 mld aan extra rentekosten bijkomen over een periode van vijf jaar (verschil tussen regel D en C in Tabel 8). Dit is –uitgaande van het ongunstige rentescenario– het begrotingsrisico.

Tabel 8 laat verder zien dat door verlengen de kosten stijgen en het renterisico daalt. Door te verkorten dalen de kosten, maar neemt het renterisico toe. Bij een verlenging van een 7-jaars naar een 10-jaars portefeuille stijgen de kosten over een periode van vijf jaar met ca. € 2 mld (gemiddeld € 0,4 mld per jaar). Daartegenover staat een risicoreductie van € 2,3 mld (gemiddeld € 0,46 mld per jaar). Het maximale verschil in de kosten gecumuleerd over vijf jaar tussen de twee uitersten van de zeven gepresenteerde strategieën bedraagt ca. € 3,8 mld. Op jaarbasis is het maximale verschil ca. 0,7 mld. Tegenover de kostenbesparing die zou ontstaan als een 4-jaars in plaats van een 10-jaars portefeuille zou worden geprefereerd staat een toename in het renterisico van € 9,4 mld.

De verzekeringspremie (de onderste rij in de tabel) laat zien dat voor elke euro risicoreductie die gerealiseerd wordt door het verlengen van een 7- naar een 8-jaars portefeuille ca. 70 eurocent betaald moet worden. Voor de volgende euro's risicoreductie wordt ca. 90 eurocent betaald. Voor de verlenging van een 9- naar een 10-jaars gecentreerde portefeuille kost elke euro risicoreductie meer dan één euro. De werkelijke afruil tussen kosten en risico is uiteraard afhankelijk van de vorm van de rentecurve. De curve uit medio 2011, die uitgangspunt is geweest in deze analyse, is steiler dan de gemiddelde curve sinds de introductie van de euro. Hoe vlakker de curve hoe kleiner het verschil in de kosten zal zijn. Verzekeren tegen renterisico loont sneller wanneer de curve vlak is. Het is dan immers niet zo duur om verder te verlengen (en daarmee risico te reduceren).

De gegevens in Tabel 8 zijn modeluitkomsten. De rentelasten voor de staatsschuld kunnen zich in de periode 2011-2015 heel anders ontwikkelen dan gepresenteerd. Het stress scenario voor de rente kenmerkt zich door hoge rentes. Een situatie waarin Nederland met behoud van een AAA rating met zulke hoge rentes geconfronteerd zal worden is onwaarschijnlijk. Als zich al een situatie voordoet waarin de nominale rente tot 8% stijgt dan zal dit gepaard gaan met een hoge groei en/of hoge inflatie. In die situatie kan de schuld ook sneller groeien zonder dat de schuld of de rentelasten als percentage van het BBP toenemen. Een situatie waarin Nederland geconfronteerd wordt met hogere nominale rentes zonder dat ook groei en inflatie stijgen is eigenlijk alleen realistisch bij verlies van de AAA-rating.

Ondanks bovenstaande kanttekeningen is Tabel 8 illustratief als analyse voor het risicokader als vangrail. Het renterisico in geval van extreme schokken varieert van ca. € 23 mld voor een 10-jaars tot € 32 mld voor een 4-jaars gecentreerde portefeuille en is ongeveer even groot als het begrotingsrisico (ca. € 30 mld; verschil tussen regel D en C). Met het renterisicokader voor de staatsschuld kan geen bescherming worden verkregen tegen het begrotingsrisico. Uit Tabel 8 blijkt immers dat de omvang van het begrotingsrisico ca. € 30 mld is ongeacht de looptijd van de portefeuille.

Met het renterisicokader voor de staatsschuld kan weinig extra worden gedaan tegen de gevolgen van extreme renteschokken. De verschillen in de 'maximale' kosten bij ongunstige renteontwikkeling voor een 7-jaars en een 10-jaars gecentreerde portefeuille zijn relatief klein (zie regel C in Tabel 8). Bij de huidige marktomstandigheden is verder verzekeren (verlengen van de portefeuille) om beter bestand te zijn tegen forse renteschokken vergelijkbaar met die uit begin jaren 90 (renteniveaus van 8%) bovendien relatief duur (zie verzekeringspremie in Tabel 8).

IV.3.1 Gevolgen van kleinere schokken in de rente

Wanneer uitgegaan wordt van een gematigdere oplopende rente, met maximale renteniveaus van ca. 5% in jaar 2015 ontstaat een ander beeld van het risico op tegenvallers in de rentelasten. Schokken met een kleiner effect geven een waarschijnlijk realistischer beeld van mogelijke gevolgen voor de rentelasten. Tabel 9 laat zien dat bij een tegenvallende ontwikkeling van de rente tot maximaal ca. 5% in 2015 het renterisico

(B1') fors kleiner is dan bij het ongunstige rentescenario (B1), onder de veronderstelling van een gelijkblijvend begrotingssaldo.

Tabel 9: Gevolgen voor het renterisico bij oplopende rente tot ca. 5% (€ mld)

gecentreerde portefeuille	4-jaars	5-jaars	6-jaars	7-jaars	8-jaars	9-jaars	10-jaars
renterisico = extra kosten bij ongunstige renteontwikkeling (B1)	32,0	28,5	26,4	24,9	23,9	23,1	22,6
renterisico = extra kosten bij oplopende rente tot 5% (B1')	8,0	7,1	6,6	6,2	6,0	5,8	5,6

Ook is in Tabel 9 te zien dat de gevolgen van schokken in de rente over de periode van 2011-2015 kleiner zijn naar mate de portefeuille langer is gefinancierd. Om kleine schokken in de rente op te vangen zijn ceteris paribus ombuigingen nodig omdat rentelasten onder de uitgavenkaders vallen. Tabel 10 geeft inzicht in de benodigde ombuigingen in geval van een 10-jaars, een 7-jaars en een 5-jaars gecentreerde portefeuille bij een geleidelijke rentestijging tot ca. 5% in 2015.

De tabel laat zien dat voor een 10-jaars gecentreerde portefeuille de extra rentelasten in 2011 als gevolg van een renteschok € 0,4 mld bedragen. Om deze extra rentelasten in 2011 op te vangen is een ombuiging van 0,06% BBP nodig. Verondersteld is dat de rentestijging blijvend is, daarom is een structurele ombuiging nodig. In 2012 zijn de extra rentelasten € 0,8 mld. Hiervan is € 0,4 mld reeds opgevangen via de structurele ombuiging uit jaar 1. In jaar 2 is dus wederom een (structurele) ombuiging van € 0,4 mld nodig (dito voor jaar 3, 4 en 5). De totale structurele ombuiging loopt op tot ca. € 1,9 mld (5 x € 0,4 mld) ofwel ca. 0,3% BBP in 2015. De totale extra rentelasten over een periode van vijf jaar zijn gelijk aan € 5,6 mld (zie ook Tabel 9).

Tabel 10: Benodigde ombuigingen voor opvangen van kleine schokken in de rente (€ mld)

10-jaars		**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**totaal**
	2011	0,4					**0,4**
	2012	0,4	0,4				**0,8**
	2013	0,4	0,4	0,4			**1,1**
	2014	0,4	0,4	0,4	0,4		**1,5**
	2015	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	**1,9**
							5,6
verondersteld BBP (€ mld)		612	632	653	674	696	
structurele ombuiging per jaar (%BBP)		0,06%	0,06%	0,06%	0,06%	0,05%	

7-jaars		**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**totaal**
	2011	0,4					**0,4**
	2012	0,4	0,4				**0,8**
	2013	0,4	0,4	0,4			**1,2**
	2014	0,4	0,4	0,4	0,5		**1,7**
	2015	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	**2,1**
							6,2
verondersteld BBP (€ mld)		612	632	653	674	696	
structurele ombuiging per jaar (%BBP)		0,06%	0,06%	0,06%	0,07%	0,07%	

5-jaars		1	2	3	4	5	totaal
	2011	0,4					**0,4**
	2012	0,4	0,4				**0,9**
	2013	0,4	0,4	0,5			**1,4**
	2014	0,4	0,4	0,5	0,6		**1,9**
	2015	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	**2,6**
							7,1
verondersteld BBP		612	632	653	674	696	
structurele ombuiging per jaar (%BBP)		0,07%	0,07%	0,08%	0,08%	0,09%	

Voor de 7-jaars portefeuille loopt de benodigde structurele ombuiging voor het opvangen van de tegenvallers in de rentelasten bij een geleidelijke stijging van de rente tot ca. 5% op tot € 2,1 mld in 2015 (ca. 0,3% BBP). Daar staat tegenover dat voor het opvangen van één incidentele schok in geval van een 7-jaars gecentreerde portefeuille de totale schok na 7 jaar structurele ombuiging volledig is opgevangen. Een 10-jaars gecentreerde portefeuille impliceert 10 jaar ombuiging voordat de schok volledig in de rentelasten is doorgewerkt. Tabel 10 laat zien dat ook wanneer verkort zou worden tot bijv. een 5-jaars gecentreerde portefeuille de benodigde jaarlijkse structurele ombuiging voor het opvangen van kleine schokken beperkt blijft tot minder dan 0,1% BBP. De totale structurele ombuiging loopt op tot ca. € 2,6 mld (ca. 0,4% BBP) in 2015.

IV.3.2 Overwegingen bij de keuze voor het risicobeleid 2012-2015

Bij het vaststellen van de benchmarkportefeuille voor de periode 2012-2015 zijn een aantal overwegingen van belang. Primair gaat het om de afweging tussen rentekosten en de mate waarin risico (schommelingen daarin) acceptabel is voor de overheid, en of de kosten-risico-afweging past bij het begrotingsbeleid. Doordat een optimale afruil tussen kosten en risico wordt beoogd komen alleen gecentreerde portefeuilles aanmerking als benchmark.

Eind 2008 is de schuld fors gestegen. Verlengen lijkt dan voor de hand te liggen. Immers bij een schuld van bijv. € 210 mld (vergelijkbaar met de pre-crisis omvang) resulteert een 7-jaars gecentreerde portefeuille in een jaarlijkse omvang van € 30 mld waarvoor de rente opnieuw moet worden vastgesteld. Bij een schuld van bijv. € 315 mld (vergelijkbaar met de post-crisis omvang) resulteert een 7-jaars portefeuille in een jaarlijkse rentereset over € 45 mld. Door het verlengen naar een 10-jaars portefeuille kan de jaarlijkse omvang van de schuld die gevoelig is voor renteschokken worden gereduceerd van € 45 mld naar € 31,5 mld (vergelijkbaar met de pre-crisis omvang). Verlengen kan doordat daarmee het risico wordt gereduceerd een positief signaal naar de markt zijn. Evenzogoed kan de markt verlengen als negatief ervaren voor een land met AAA status.

De mogelijkheid tot verlengen (of verkorten) zijn beperkt. Uitsluitend gecentreerde portefeuilles die in de buurt liggen van de huidige portefeuille (een 7-jaars gecentreerde portefeuille) zijn geschikt als benchmark. Het risicokader moet ook in de meest extreme situaties nog effectief zijn. De huidige portefeuille is daarom onder extreme scenario's voor de ontwikkeling van de rente en het begrotingssaldo geanalyseerd. Uitgaande van de randvoorwaarden en de analyse blijkt dat het effect van verlengen –op zowel de kosten als het risico– beperkt is. Uit Tabel 8 blijkt dat via het risicobeleid voor de staatsschuld weinig extra gedaan kan worden tegen de gevolgen van extreme renteschokken. De verschillen in de 'maximale' kosten bij ongunstige renteontwikkeling voor een 7-jaars en een 10-jaars gecentreerde portefeuille zijn relatief klein (zie regel C in Tabel 8). Bij de huidige marktomstandigheden is verder verzekeren (verlengen van de portefeuille) om beter bestand te zijn tegen forse renteschokken bovendien relatief duur (zie verzekeringpremie in Tabel 8). Ook tegen de gevolgen voor de rentekosten van extreme schokken in het begrotingssaldo is weinig te doen via de schuldfinanciering.

Uitgaande van een ongunstig rentescenario is het begrotingsrisico ca. € 30 mld ongeacht de looptijd van de schuldportefeuille.

De 7-jaars gecentreerde portefeuille is wel lang genoeg om tijdelijke en kleine schokken in de rente op te vangen. Bij een geleidelijke stijging van de rente tot ca. 5% in 2015 varieert de jaarlijkse benodigde ombuiging van ca. 0,06 – 0,07% BBP (zie Tabel 10). De totale structurele ombuiging loopt op tot ca. € 2,1 mld ofwel ca. 0,3% BBP in 2015. Bij verslechtering van het begrotingssaldo stijgt dit percentage. Bij grotere schokken maakt een kleine verlenging niet veel uit: de markt zal doorgaans op kortere termijn forse maatregelen verlangen.

Verder verlengen maakt het lastiger om de beoogde begrotingsdoelstellingen te realiseren. Immers door verlengen stijgen de rentekosten, ook als zich geen ongunstig rentescenario voordoet. Verkorten is vanuit de beoogde begrotingsdoelstellingen aantrekkelijk om rentekosten te drukken. Tegenover verkorten staat echter een forse toename van het renterisico (grotere tegenvallers bij schokken). Onder de huidige marktomstandigheden neemt door verkorten van de huidige 7-jaars naar bijvoorbeeld een 4-jaars gecentreerde portefeuille het renterisico met ca. € 7 mld toe over een periode van vijf jaar (zie Tabel 8). De kostenbesparing die daar tegenover staat is beperkt (ca. € 2 mld). Het renterisico komt bovenop de reeds aanwezige onzekerheid betreffende het begrotingssaldo. Verkorten kan hierdoor een verkeerd signaal geven (richting de markt).

Welke van de bovenstaande overwegingen bij de uiteindelijke risicopreferentie de doorslag geven is uiteraard een keus, die gemaakt moet worden in het licht van de beoogde ontwikkeling van het begrotingssaldo en de daarbij gesignaleerde risico's op tegenvallers. Ook ontwikkelingen gerelateerd aan de Europese schuldencrisis dienen daarbij in beschouwing te worden genomen. Tot op heden heeft de schuldencrisis de spreads ten opzichte van Duitsland voor alle landen doen oplopen, en met name voor de Europese landen in de periferie sterk doen toenemen.

Op basis van de overwegingen lijkt verkorten geen geschikte keuze onder de huidige omstandigheden. Verlengen naar een gecentreerde portefeuille met een hogere looptijd dan de 7-jaars gecentreerde portefeuille levert voor wat betreft de kosten-risico-afruil niet veel op. Bovendien biedt verlenging geen bescherming tegen schokken in het begrotingsaldo en kan via het risicobeleid voor de staatsschuld weinig extra gedaan worden tegen de gevolgen van (extreme) renteschokken. Doordat de 7-jaars gecentreerde portefeuille wel lang genoeg is om tijdelijke en kleine schokken in de rente op te vangen, zal deze portefeuille als benchmark in de periode 2012-2015 worden gecontinueerd.

IV.4 Ruimte voor afwijkingen

In de periode 2008-2011 werd beoogd door met de combinatie van uitgiftebeleid en swaps zo goed mogelijk de 7-jaars gecentreerde benchmark te benaderen om een zo efficiënt mogelijke financiering na te streven. Het ging daarbij om zowel de kosten als het risico. Hierdoor was er tot op heden weinig ruimte voor afwijkingen van het risicoprofiel dat de benchmark voorschrijft. Gelet op de huidige marktomstandigheden en de budgettaire vooruitzichten (met meer dan gemiddelde onzekerheden) is het echter de vraag of het verstandig kan zijn om een beetje extra te betalen om het risico op tegenvallers (in de rentelasten) af te dekken.

De rente kan vanaf het huidige niveau nog met 7%-punt stijgen voordat niveaus uit de jaren 90 worden bereikt, maar kan slechts verder dalen met ca. 2,5%-punt tot een nominale rente van rond 0% (negatieve nominale rentes komen niet vaak voor). Vanuit deze asymmetrie over de mogelijke richting waarin rentes zich kunnen ontwikkelen, kan het lonen om af te wijken van het risicoprofiel dat de benchmark voorschrijft. Denk daarbij aan bijvoorbeeld uitgifte van leningen met een looptijd langer dan 10 jaar zonder

daarbij swaps af te sluiten, of het tegensluiten van oude swaps met een lange resterende looptijd. Een dergelijke afwijking van de benchmarkportefeuille kan worden gedreven vanuit (politiek) bestuurlijk oogpunt (bijvoorbeeld grotere budgettaire rust: rentelasten dragen bij aan saldostabilisatie) of om lagere rentelasten te realiseren. Achteraf zal uit de verantwoording van de resultaten ten opzichte van de benchmark moeten blijken hoe de beslissing om af te wijken van het risicoprofiel van de benchmark heeft uitgewerkt. In de verantwoording zal immers niet alleen de omvang van de afwijking voor wat betreft het risico zichtbaar worden, maar ook voor wat betreft de kosten.

Een andere overweging om meer ruimte voor afwijkingen van het risicoprofiel van een gecentreerde portefeuille toe te staan, betreft het gebruik van swaps en de noodzaak om ook zonder swaps een adequaat risicomanagement te kunnen voeren.

Swaps zijn in normale tijden een verzekering voor renterisico. Voor een verzekering wordt in principe een premie betaald. Dit uit zich per saldo in rentelasten in de verantwoording. Als de wereld in brand staat, keert de verzekering uit. Dit was bijvoorbeeld het geval in 2007 en 2008 toen korte rentes (euribor rates) hoog waren, en kan wederom optreden als korte rentes gaan oplopen. Dit kan als volgt worden ingezien. Op dit moment heeft de schuldportefeuille van de Nederlandse Staat kenmerken van een zogenaamde "barbell portefeuille"[62]; deze vormt een hedge voor de 7-jaars gecentreerde portefeuille. Omdat daarbij sprake is van een relatief grote geldmarkt, is in de swapportefeuille per saldo sprake van een kleine netto positie waarin de variabele rente (de korte euribor rente) wordt ontvangen. Per saldo is zijn er meer payerswaps dan receiverswaps;. payerswaps waren nodig om o.a. het renterisico van de omvang van de geldmarkt te reduceren. Als de korte, variabele rente stijgt, keert de verzekering (de swapportefeuille) uit. Dit is ook het geval wanneer Nederland zelf niet direct wordt geconfronteerd met hogere financieringslasten op de geldmarktleningen.

Aan het gebruik van swaps zijn risico's verbonden. De belangrijkste zijn kredietrisico en concentratierisico. Deze worden, zoals eerder in hoofdstuk II.4 beschreven, gemitigeerd. Risico's die lastiger te mitigeren zijn betreffen nieuwe regelgeving en/of marktomstandigheden. Hierdoor zou het aantal partijen waarmee de Staat in de toekomst swaps kan afsluiten kleiner kunnen worden; of zouden de kosten voor het afsluiten van swaps hoger kunnen worden, bijvoorbeeld als gevolg van CSA's waarin ook de Nederlandse Staat onderpand zou moeten storten (zogenaamde tweezijdige onderpandsovereenkomsten). Om het risico van de swapportefeuille te beperken worden swaps daarom uitsluitend ingezet om het renterisico dat volgt uit de schuldportefeuille verder te optimaliseren in de richting van de benchmark. Dit biedt ruimte om (mocht dat op een gegeven moment nodig zijn) zonder grote financiële consequenties de swapportefeuille aan te passen of af te wikkelen als veranderingen in regelgeving en/of de markt omstandigheden daartoe aanleiding geven.

Doordat de uitgiftestrategie leidt tot een natuurlijke barbell hedge voor de gecentreerde portefeuille kan ook zonder swaps een gecentreerde portefeuille nog redelijk worden benaderd. Zonder swaps valt de laatste stap in efficiëntie die wordt gerealiseerd weg, maar dit zou te rechtvaardigen zijn wanneer de risico's verbonden aan het gebruik van swaps toenemen of de kosten te hoog worden.

Hierbij zal de totale afwijking die is toegestaan begrensd moeten worden. Het betreft hier een begrenzing in termen van risico en in termen van kosten. De begrenzing in termen van risico moet beschrijven hoe groot de afwijking van het optimale risicoprofiel uit de benchmark mag zijn. De begrenzing in termen van kosten is een verlieslimiet. Tot op heden werd de benchmark benaderd door een combinatie van uitgifte en swaps. De

[62] Door financiering in de geldmarkt en leningen met een looptijd korter dan 7 jaar (3 en 5 jaars) enerzijds en financiering in leningen met een looptijd langer dan 7 jaar (10 en 30 jaar) ontstaat een zogenaamde barbell hedge voor een 7-jaars gecentreerde portefeuille. Hoe goed de barbell hedge van de uitgifte (exclusief swaps) is, wordt zichtbaar in de resultaten ten opzichte van de benchmark. De effectiviteit van de barbell hedge kan worden bijgestuurd door in andere verhouding (en of looptijden) uit te geven.

verlieslimiet wordt gedefinieerd ten opzichte van de kosten van een portefeuille waarbij geen sprake is van een afwijking van het risicoprofiel van de benchmark. Er is sprake van een verlies wanneer de kosten van een portefeuille met afwijking over een bepaalde periode hoger zijn dan de kosten voor een portefeuille waarbij geen sprake is van een afwijking van het voorgeschreven risicoprofiel. Op het moment dat het verlies groter is dan de ex-ante gedefinieerde verlieslimiet zal een afwijking in het risicoprofiel moeten worden bijgestuurd om verder oplopen van het verlies te voorkomen. De verlieslimiet beperkt de extra rentelasten die zich als gevolg van een afwijking van het risicoprofiel van de benchmark kunnen materialiseren. Bij mogelijke afwijkingen van het risicoprofiel van de benchmark gelden in ieder geval twee randvoorwaarden. De eerste is dat afwijkingen niet mogen leiden tot meer risico voor de begroting. De tweede is dat deze afwijkingen inpasbaar zijn binnen de begroting.

Geconcludeerd wordt dat de introductie van ruimte voor afwijkingen van het optimale risicoprofiel in het beleidskader flexibiliteit geeft om in te spelen op actuele marktomstandigheden of om bestuurlijke (begrotings)rust te creëren. Daar staat tegenover dat eisen moeten worden gesteld aan de frequentie en vormgeving van interne risico- en resultaatrapportages om ex-post de gevolgen van keuzes inzichtelijk te kunnen maken. Daarnaast zullen in de verantwoording de resultaten van afwijkingen ten opzichte van de benchmark inzichtelijk worden gemaakt. In de verantwoording zal daarbij niet alleen de omvang van de afwijking voor wat betreft het risico zichtbaar worden, maar ook voor wat betreft de kosten.

Bijlage 1: Stockholm principes

In juli 2010 is in Stockholm het 10e Schuldmanagersforum georganiseerd door het IMF. De aanleiding was de hoge niveaus van overheidsschuld, die de ruimte voor nieuwe beleidsinitiatieven en de mogelijkheid om additionele risico en schokken in de staatsbalans te absorberen verkleinen. Door de relatief hoge schuldniveaus en de onzekere omgeving is het belang van robuust en effectief schuldmanagement toegenomen. Tijdens het forum, waarbij schuldmanagers, centrale bankiers, vertegenwoordigers uit de private sector en internationale financiële instellingen aanwezig waren, zijn 10 richtinggevende principes geformuleerd voor schuldmanagement, de zogenoemde Stockholm principes[63]. De principes herbevestigen de bestaande en algemeen geaccepteerde uitgangspunten, maar met meer nadruk op flexibiliteit en zekerheid (buffers) en communicatie met andere beleidsterreinen. De principes zijn richtinggevend, maar laten ruimte voor landenspecifieke invullingen en afwegingen. De principes zijn gegroepeerd rondom drie thema's:

Framework and operations

1. The scope of debt management should be defined in a way that also accounts for any relevant interactions between the nature of financial assets, explicit and implicit contingent liabilities, and the structure of the debt portfolio.
2. Strategic and operational debt management decisions should be supported by relevant information sharing at the domestic, regional, and global levels.
3. Flexibility in market operations should be maintained to minimize execution risk, improve price discovery, relieve market dislocations, and support secondary market liquidity.

Communication

4. Proactive and timely market communications strategies should be maintained to support a transparent and predictable operational framework for debt management.
5. Modifications to the operational toolkits of debt managers should be properly explained.
6. Communication among debt managers and monetary, fiscal, and financial regulatory authorities should be promoted, given greater inter-linkages across objectives, yet with each agency maintaining independence and accountability for its respective role.
7. A close and continuing dialogue with the investor base should be promoted to keep abreast of its characteristics and preferences.

Risk Management

8. Debt portfolio risk should be kept at prudent levels, while funding costs are minimized over the medium to long term.
9. When determining medium-term debt management strategies, the range of risk factors considered should be consistent with the broadest definition of the debt portfolio and the associated range of potential scenarios.
10. Prudent risk management strategies covering the full range of risks facing sovereign debt managers should be adopted and communicated to investors.

[63] http://www.imf.org/external/np/mcm/stockholm/principles.htm, september 2010.

Bijlage 2: Relatie schuldmanagement en budgettair beleid

Fluctuaties in de rentekosten zijn in beginsel het gevolg van prijs- (het renteniveau) en volume-effecten (herfinanciering plus het begrotingssaldo). Voor de Nederlandse schuldmanager is de rente waartegen de schuld gefinancierd wordt een exogene factor. De schuldmanager heeft daarop nauwelijks of geen invloed. Het begrotingssaldo is grotendeels het resultaat van het begrotingsbeleid. De omvang van de herfinanciering (of rente-reset) wordt bepaald in het schuld- en risicobeleid. Het schuld- en risicobeleid beïnvloedt via de rentekosten ook het begrotingssaldo. De rentekosten zijn immers onderdeel van het begrotingssaldo. Omgekeerd geldt tevens dat het begrotingssaldo via de verandering in de omvang van de staatsschuld de omvang van de rentelasten beïnvloedt. Periodieke afstemming tussen het schuldbeleid en het begrotingsbeleid is daarom essentieel.

Rentelasten en uitgavenkader
Met ingang van 2008 waren de rentelasten buiten de uitgavenkaders geplaatst. Belangrijkste reden hiervoor was dat, binnen de kaders, schommelingen in de rentelasten procyclisch beleid konden uitlokken[64]. Door de rentelasten buiten de kaders te plaatsten zou voorkomen worden dat meevallende rentelasten zouden worden benut voor extra uitgaven die de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in de toekomst zouden verslechteren. Keerzijde van deze maatregel was echter dat een tegenvallende ontwikkeling van de rentelasten niet werd gecompenseerd (geen ombuiging) en het EMU-saldo belast[65].

De aanwezigheid van een via de begrotingstekorten beleidsmatige component in de rentelasten en de wens om neerwaartse risico's beter te beheersen zijn voor de Studiegroep Begrotingsruimte 2010 aanleiding geweest te adviseren de rentelasten met ingang van 2011 weer in te passen binnen het uitgavenkader. Om te voorkomen dat meevallende rentelasten leiden tot extra uitgavenruimte (voor het verlichten van uitvoeringsproblematiek of voor nieuwe beleidswensen) in plaats van aflossing van de staatsschuld beveelde de Studiegroep aan het uitgavenkader hiervoor gedurende de kabinetsperiode te corrigeren (verlagen)[66]. Deze asymmetrische correctie van het kader past binnen het advies van de Studiegroep om neerwaartse risico's beter te beheersen en daarmee komt de saldodoelstelling voor het jaar 2015 sneller binnen bereik.

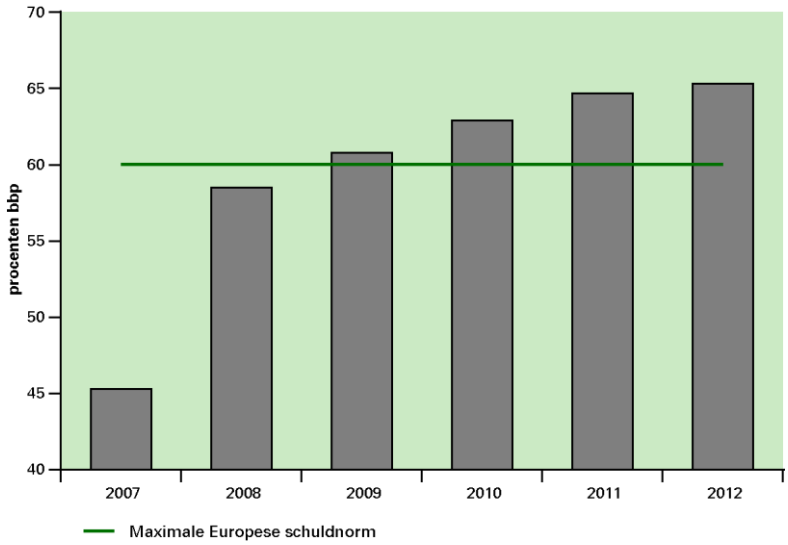
Het buiten of binnen de kaders plaatsen van de rentelasten verandert niets aan de doelstelling van de schuldmanager. Enerzijds mogen fluctuaties in de rentelasten niet dusdanig groot zijn dat de budgettaire discipline in gevaar komt. Anderzijds helpt inperken van de gemiddelde kosten van schuldfinanciering bij het terugdringen van het begrotingstekort en het streven naar een houdbaar overschot. Een efficiënte afruil van kosten en risico is onverminderd van belang. Er kan niet bij voorbaat worden verondersteld dat het risico van schuldfinanciering (tegenvallers in de rentelasten) zal kunnen worden gemitigeerd door de werking van automatische stabilisatoren (meevallers in de inkomstenkant) als de rentelasten buiten de kaders staan[67] of door ombuigingen als de rentelasten binnen de uitgavenkaders zijn geplaatst[68]. Lage kosten en een aanvaardbaar risico blijven beide relevant. Bij wat aanvaardbaar is, moet bedacht

[64] Twaalfde rapport Studiegroep Begrotingsruimte, "Vergrijzing en houdbaarheid", juni 2006.
[65] Het EMU-saldo betreft het vorderingensaldo van de overheid (de gehele collectieve sector) op transactiebasis. Het begrotingssaldo (kassaldo) is het saldo van in- en uitgaven van het Rijk op kasbasis dat moet worden gefinancierd via de staatsschuld.
[66] Dertiende rapport Studiegroep Begrotingsruimte, "Risico's en zekerheden", april 2010.
[67] Bij oplopende rentevoet en stijgende rentelasten voor de staatsschuld zouden tegengestelde bewegingen in de inkomstenkant moeten staan. Niet aangetoond is of dergelijke compenserende effecten inderdaad plaatsvinden. Tegenvallende belastinginkomsten zouden kunnen ontstaan als met de oplopende rentevoet (in combinatie met in hoog conjunctuur stijgende huizenprijzen) het bedrag aan hypotheekrenteaftrek toeneemt. Rente en conjunctuur zijn meestal, maar niet altijd, positief gecorreleerd (stijgende rente hoeft echter niet per se gepaard te gaan met oplopende conjunctuur).
[68] De afgelopen periode heeft laten zien dat in tijden van crisis soms maatregelen nodig zijn en tekorten en rentelasten zullen toenemen.

worden dat het risicokader ook in de meest onwaarschijnlijke (financieel-economische) situaties effectief moet zijn (vangrail functie).

Begrotingstekort en schuldquote
Door de kredietcrisismaatregelen is de schuldquote eind 2008 fors gestegen. Nederland heeft vergeleken met andere EU-landen relatief snel en met relatief forse impact op de schuld ingegrepen. Dit heeft geleid tot een aanzienlijke stijging van de schuldquote (zie Figuur 23).

Figuur 23: Schuldquote (EMU schuld) als percentage van BBP[69]



Bron: Miljoenennota 2012

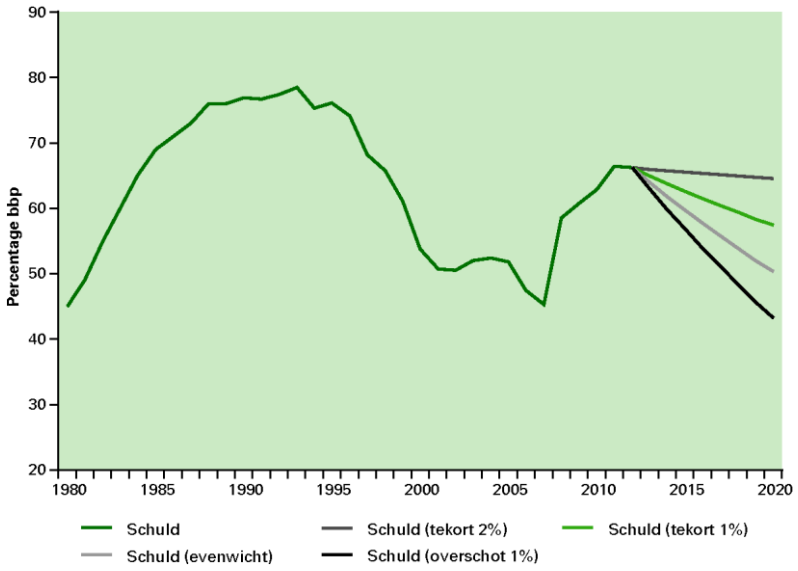
Als gevolg van kleine overschotten in de periode voor 2008 had Nederland een goede budgettaire uitgangspositie bij het uitbreken van de crisis. De goede uitgangspositie voorafgaand aan de crisis komt ook tot uitdrukking in de relatief (ten opzichte van andere landen) lage schuld. Mede door deze goede uitgangspositie konden de benodigde maatregelen worden genomen ten behoeve van de financiële stabiliteit. De hogere schuld betekent tegelijk dat de ruimte om nieuwe maatregelen te nemen nu beperkter is.

De schuld blijft in 2011 en 2012 boven de Europese schuldengrens van 60% BBP liggen[70]. Hoewel het EMU-saldo deze kabinetsperiode naar verwachting verbetert, neemt de schuld pas vanaf 2014 af in verhouding tot het BBP.

De impact van de kredietcrisis op de schuldpolitiek wordt zichtbaar door te kijken naar de langetermijn-ontwikkeling van de schuldquote (zie Figuur 24). Ondanks de verbetering van het EMU-saldo in 2011 en 2012, is Nederland momenteel nog ver af van herstel van gezonde overheidsfinanciën. Terugkeer naar een schuldniveaus van voor de crisis (van ca. 45% BBP) is niet vanzelfsprekend. Bij een gemiddelde groei van 1,5% en een inflatie van 2%, blijft de schuldquote oplopen zolang het EMU-tekort groter is dan 2,2% BBP. Bij begrotingsevenwicht duurt het nog altijd tot ver na 2020 voor de schuld weer terug is op het niveau van 2007. Bij een terugkeer naar overschotten op de begroting worden de overheidsfinanciën wel relatief snel weer gezond. Dat is ook nodig om de noodzakelijke buffers op te bouwen voor de vergrijzing.

[69] De EMU-schuldquote is de schuld van de gehele overheid (Rijk, gemeenten en provincies) uitgedrukt in een percentage van het bruto binnenlands product (BBP). De staatsschuld is de grootste component (ca. 85%) in de EMU-schuld.
[70] Europese schuldengrens: mits het tekort maximaal 3% is en de nominale BBP groei minimaal 5% bedraagt, is de schuld 'houdbaar' op maximaal 3/5 of wel 60%.

Figuur 24: Schulddynamiek in verschillende varianten (EMU-schuld als %BBP)



Bron: Miljoenennota 2012

Een oplopende schuld leidt tot oplopende rentekosten (in absolute termen). Deze rente-uitgaven zullen óf het saldo verder verslechteren óf andere overheidsuitgaven verdringen. Bij een BBP van € 600 mld en een renteniveau van 4% leidt een procentpunt tekort tot een procentpunt schuld en daarmee, zolang deze schuld niet is afbetaald, tot zo'n ¼ miljard euro extra rentekosten per jaar. Een tekort van 2% BBP per jaar leidt dus elk jaar tot een toename van de rentelasten met zo'n ½ miljard euro, nog los van de rente-op-rente die cumuleert (en los van het effect van fluctuaties in de rente als gevolg waarvan bij herfinanciering mogelijk een hogere rente moet worden betaald).

Een oplopende schuld verkleint de buffers die de overheid heeft om in de toekomst schokken op te kunnen vangen. De gunstige budgettaire positie voor de crisis heeft Nederland nu in staat gesteld zowel de schok in de financiële sector als in de reële economie voor een groot deel te absorberen in de schuld tegen de prijs van een grotere onhoudbaarheid. Een kleinere buffer kan leiden tot een stijging van de risicopremie op Nederlandse staatsobligaties, waardoor de rente-uitgaven verder oplopen. Daarbij blijkt uit de literatuur dat verwachte begrotingstekorten de lange rente opdrijven. Grofweg leidt een stijging van het verwachte begrotingstekort met 1 procentpunt van het BBP tot een stijging van de lange nominale rente met 50 tot 100 basispunten[71]. Nederland leent op de internationale kapitaalmarkt en zal als klein land niet veel invloed hebben op de rente. Wereldwijd zitten overheden echter in dezelfde positie.

[71] Gale W.G. and Orszag P.R. (2002), "The Economic Effects of Long-Term Fiscal Discipline", Brookings Institution and Tax Policy Center Discussion Paper. The International Monetary Fund, (October 2009), "Global Financial Stability Report".

Bijlage 3: Relatie schuldmanagement en monetair beleid en financiële stabiliteit

Via verschillende kanalen bestaat er een wisselwerking tussen schuldbeleid enerzijds en monetair beleid en financiële stabiliteit[72] anderzijds.

Interactie schuldbeleid en monetair beleid
Keuzes van schuldmanagers ten aanzien van bijvoorbeeld looptijden waarin zij schuld uitgeven en het soort instrumenten waarmee in financieringsbehoeftes wordt voorzien, kunnen in beginsel effect hebben op het beleid van centrale banken. Voorbeelden van interactie tussen beide zijn:

- De uitgifte van inflatiegeïndexeerde obligaties ondersteunt het beleid van een centrale bank van het streven naar prijsstabiliteit; door de uitgifte van dergelijk papier heeft de schuldmanager een groter belang bij inflatiebeheersing. Het effect is sterker naarmate dergelijke uitgiftes relatief langere looptijden kent.
- Uitgifte van schuldpapier beïnvloedt vraag- en aanbodverhoudingen op de markt en kan als zodanig effect hebben op het verloop van de rentecurve[73]. Effecten zijn in beginsel groter naarmate de schulduitgifte zich op bepaalde segmenten/looptijden concentreert. Verschillen in relatief aanbod van schuldpapier in verschillende looptijdsegmenten kunnen de steilheid en/of kromming van de rentecurve veranderen.
- Schuldbeleid kan invloed hebben op de liquiditeit van markten. Uitgifte van schuld in de geldmarkt heeft direct gevolgen voor de ruimte in de geldmarkt en daarmee op tarieven die in de geldmarkt tot stand komen.
- Als schuldmanagers als buffer liquide middelen aanhouden bij centrale banken, bijvoorbeeld uit voorzorg, beïnvloedt dat eveneens direct de ruimte op de geldmarkt.
- Indien schuldmanagers meer kortlopende schuld uitgeven of kiezen voor de uitgifte van lange schuld met variabele rente (in de vorm van bijvoorbeeld "floating rate notes") vermindert dat de kracht van het vermogenskanaal (de "wealth channel") van monetair beleid. Wanneer deze transmissie aan belang inboet, is een sterkere renteverhoging nodig om een bepaald effect op de inflatie te realiseren.
- Een toename van schulduitgifte kan leiden tot een opwaartse druk op de rente. Dit kan strijdig zijn met het doel van verruimend monetair beleid. Daartegenover is extra schulduitgifte meestal het gevolg van expansief begrotingsbeleid, wat op zichzelf ondersteuning geeft voor een verruimend monetair beleid.

Parallel aan de mogelijke effecten van schulduitgifte op de rentecurve, hebben centrale banken via aankopen van obligaties geprobeerd via lagere lange rentes het beleid verder te verruimen en de financiële stabiliteit te waarborgen. Wanneer schuldmanagers de uitgifte van schuld zouden vergroten juist in die segmenten waar centrale banken actief zijn, komt de effectiviteit van het monetaire beleid onder druk. Een goede afstemming tussen de centrale bank en de schuldmanager is in dergelijke situaties van groot belang[74].

Monetaire beleidsreacties in de crisis hebben de kosten/risicoafweging voor schuldmanagers veranderd. Er zijn aanwijzingen dat een aantal landen bewust de looptijd van hun portefeuille hebben verkort om rentekosten te verlagen[75]. Dat met name de meest kredietwaardige landen deze keuze hebben gemaakt, verbaast op zichzelf niet: het zijn juist deze landen die in beginsel het beste bestand zijn tegen renteschokken, terwijl voor hen het herfinancieringrisico het geringst is. In Nederland is weliswaar het

[72] IMF Working Paper 2010/280 geeft (op pagina 6-7) verschillende definities van 'financiële stabiliteit'.
[73] BIS Committee on the Global Financial System, "Interactions of sovereign debt management with monetary conditions and financial stability", CGFS Paper No 42, mei 2011. Dit effect treedt niet op wanneer schuldtitels van verschillende looptijden perfecte substituten zijn van elkaar.
[74] "Government debt management at low interest rates", in: BIS Quarterly Review, juni 2009. In het VK heeft goede afstemming plaats gevonden tussen de Bank of England en de Treasury om te voorkomen dat de DMO zijn uitgiftestrategie zou wijzigingen in reactie op aankopen door de centrale bank. De schuldmanager kondigde aan zijn eerder aangekondigde uitgiftebeleid onveranderd te laten.
[75] "Public Debt Managers' Behaviour: Interaction with Macro Policies", DNB Working Paper, No. 273, 2010.

aandeel van de korte schuld sinds eind 2008 fors toegenomen, maar dit is niet gebeurd in reactie op veranderingen in de rentecurve, maar past in het traditionele Nederlandse financieringsbeleid waarin onverwachte mutaties in de financieringsbehoefte in eerste instantie worden opgevangen op de geldmarkt. De relatief omvangrijkere geldmarkt heeft het monetaire beleid eerder ondersteund dan in de wielen gereden; kredietwaardige overheden bleken een functie te vervullen van "borrower of last resort" voor beleggers op zoek naar veilige beleggingsinstrumenten (anders dan op deposito houden bij de ECB).

Effecten van schuldbeleid op renteniveaus lijken in het algemeen klein. Sterk empirisch bewijs voor interactie tussen schuldmanagement en monetair beleid lijkt er niet te zijn. De BIS concludeert dat de effecten die zijn opgetreden in het algemeen klein en goed beheersbaar zijn geweest[76]. De manier waarop in de crisis schuldmanagement is gevoerd is geen belemmering geweest voor centrale banken om monetair beleid te verruimen. Dat schuldmanagers en centrale banken elkaar niet in de weg hebben gezeten is te danken aan zowel heldere institutionele afspraken over wie waar verantwoordelijk voor is, en aan de focus van schuldmanagers op continue en voorspelbare uitgiftestrategieën.

Beide observaties zijn belangrijke pijlers onder de Guidelines for Public Debt Management van IMF en Wereldbank, en kernuitgangspunten in het Nederlandse schuldmanagement. Wanneer centrale banken in de komende jaren hun schuldpapier verkopen, opereren zij aan dezelfde kant van de markt als schuldmanagers. Hoewel verwacht mag worden dat er in zo'n situatie sprake is van normalere marktomstandigheden dan in de periode waarin het schuldpapier werd aangekocht, benadrukt dit wederom het belang van heldere communicatie tussen schuldmanagers en centrale banken. Overigens kan het opwaartse rente-effect van verkopen in een omgeving van verkrappend monetair beleid groter zijn dan het neerwaartse rente-effect van aankopen die plaatsvonden in zeer ruime monetaire verhoudingen.

Interactie schuldbeleid en financiële stabiliteit
De looptijdenstructuur en risico-eigenschappen van de schuldportefeuille van overheden zijn van belang voor de financiële stabiliteit. Via een aantal kanalen kunnen budgettair beleid en schuldbeleid invloed hebben op de financiële stabiliteit[77].

- Financiële instellingen zijn belangrijke houders van schuldpapier uitgegeven door overheden. Als de kwaliteit van overheidspapier in een crisis onder neerwaartse druk staat, kan dat voor financiële instellingen leiden tot hogere financieringskosten, direct via een verslechtering van de balans (lagere kapitaalratio en buffers, toenemende boekverliezen) en indirect doordat overheidspapier in mindere mate gebruikt kan worden als onderpand voor (centralebank)financiering.
- Schuldpapier uitgegeven door overheden heeft eigenschappen die in de markt als benchmark gebruikt worden om de risico-eigenschappen van andere activa af te leiden. Overheidspapier zou in beginsel de laagste (krediet)risico's en hoogste liquiditeit moeten vertegenwoordigen. Relatief weinig aanbod in bepaalde looptijdsegmenten kan de liquiditeit schaden en daarmee de kwaliteit van de staatscurve als benchmark voor private partijen. Ook als risico's gerelateerd aan de overheidsfinanciën fors toenemen, komt de benchmarkfunctie onder druk.
- De schuldstructuur van een land kan een bron van onzekerheid en kwetsbaarheid worden. Schuldinstrumenten die kosten helpen verlagen gaan meestal gepaard met hogere risico's. Voorbeelden zijn financiering in vreemde valuta's (wisselkoersrisico, investeerders die minder trouw zijn) en kortetermijnfinanciering (renterisico vertaalt zich direct in de begroting; pieken in aflossingen kunnen vertrouwen ondermijnen).
- Met name in landen met sterk opgelopen schulden en lagere kredietwaardigheid hebben keuzes in het verleden t.a.v. looptijden en de samenstelling van de schuldportefeuille geleid tot problemen met de financiële stabiliteit.

[76] BIS Committee on the Global Financial System, "Interactions of sovereign debt management with monetary conditions and financial stability", CGFS Paper No 42, mei 2011.
[77] "Managing Public Debt and its Financial Stability Implications", IMF Working Paper, No 280, 2010.

De crisis heeft geleerd dat schuldmanagers de financiële volatiliteit kunnen verminderen door looptijden waarin schuld wordt uitgegeven te spreiden en te streven naar een stabiele en brede investeerderbasis. Specifieke instrumenten gericht op bepaalde doelgroepen kunnen helpen de investeerderbasis te verbreden en de impact van schokken te mitigeren, zoals Nederland probeert met de uitgifte van een lening in US dollars. Door een te sterk geconcentreerd houderschap van schuld te voorkomen, kan ook in tijden van crisis blijvend toegang worden behouden tot geld- en kapitaalmarkten. De keuzes in het Nederlandse financieringsbeleid om in verschillende looptijden schuld uit te geven – van 1 dag tot 30 jaar – past hierbij.

Bijlage 4: Waarom gecentreerde portefeuilles efficiënt zijn

Een gecentreerde portefeuille is een portefeuille waarin (nadat een gelijkmatig risicoprofiel is klaargezet) voortdurend dezelfde lening wordt uitgegeven. Zo blijft het risicoprofiel constant over de tijd. Een dergelijke portefeuille komt overeen met een punt op de rentecurve. Stel het betreft een portefeuille waarin voortdurend een 5 jaars lening wordt uitgegeven. Het punt op de rentecurve bij een looptijd van 5 jaar is representatief voor deze portefeuille. Eenzelfde gemiddelde looptijd kan ook worden bereikt met een combinatie van andere leningen die in de juiste verhouding tot elkaar worden gekozen.

Voor de *gecentreerde* portefeuille met een looptijd van 5 jaar geldt dat elk jaar 20% van de schuld opnieuw moet worden gefinancierd. 20% van de schuld staat dus bloot aan rentewijzigingen.

Zouden we de gemiddelde looptijd construeren met, bijvoorbeeld, een combinatie van 1 en 10 jaars leningen, dan zou dat kunnen door de schuld voor 56% te financieren met 1 jaars en voor 44% met 10 jaars. Er geldt voor de gemiddelde looptijd het volgende (waarbij X gelijk is aan aandeel van de 1-jaars schuld in de totale schuld):

$5 = X \bullet 1+(1-X) \bullet 10$ waaruit volgt; $X= 5/9 \approx 56\%$

Dat zou echter inhouden dat elk jaar (56+1/10•44 =) 60,4% van de schuld opnieuw moet worden gefinancierd. Het is evident dat bij een herfinanciering in deze omvang het risico een veelvoud is van het risico van de gecentreerde portefeuille. In de combinatie van kosten en risico is de gecentreerde portefeuille dus maximaal efficiënt (ligt op de efficient frontier).

Bijlage 5: Financieringsbeleid en afwijkingen van een efficiënte portefeuille

Het financieringsbeleid is de basis van de schuldfinanciering. Met het financieringsbeleid wordt het herfinancierings- en liquiditeitsrisico beheerst. In het financieringsbeleid spelen daarnaast marktoverwegingen een belangrijke rol[78]. Onderdeel van het financieringsbeleid zijn een jaarlijks uitgifte van een nieuwe 10-jaars lening met een minimale omvang van € 15 mld om een liquide curve tot 10 jaar te onderhouden en behoud van een geldmarkt met minimale omvang van ca. € 30 mld om onverwachte mee- en tegenvallers in het begrotingssaldo op te kunnen vangen. De markt beloont transparantie en continuïteit en waardeert een stabiel uitgiftebeleid. Gestreefd wordt dan ook het uitgiftebeleid op de kapitaalmarkt zoveel mogelijk ongewijzigd te laten zowel intra-jaar als van jaar tot jaar. De omvang van de schuld bepaalt welke financieringsstrategie meerdere jaren consequent uitgevoerd kan worden zonder wijziging. Dit wordt geïllustreerd met twee voorbeelden.

Het eerste voorbeeld illustreert een financieringsstrategie die past bij een schuldomvang van ca. € 210 mld. De financieringsstrategie in dit voorbeeld komt in grote lijnen overeen met de invulling van het financieringsbeleid uit de periode 2003-2007. In praktijk wordt uitgifte in het 30-jaars segment in een aantal jaar door heropening opgehoogd tot een omvang van € 10 mld. Deze werkwijze leidt tot pieken in het aflosprofiel. In het voorbeeld is de uitgifte in het lange segment modelmatiger weergegeven, waardoor de pieken uit de praktijk niet zichtbaar worden. De herfinancieringsbehoefte van € 42 mld per jaar uit het voorbeeld kwam in 2003/2004 overeen met ca. 9% van het BBP (en sloot daarmee aan bij het destijds geldende risicokader).

Het tweede voorbeeld illustreert een financieringsstrategie die past bij een groter schuldomvang van ca. € 350 mld. Bij een hogere schuld is meer ruimte voor uitgifte van leningen in grotere omvang (€ 15 mld in plaats van € 10 mld) en voor uitgifte in meerdere segmenten. De uitgangspunten voor het financieringsbeleid in het tweede voorbeeld zijn ongewijzigd gebleven ten opzichte van de het eerste voorbeeld. De invulling is afgestemd op de hogere omvang van de schuld. Bij elk voorbeeld is het risicoprofiel in de evenwichtssituatie weergegeven. Bij gelijkblijvende omvang van de schuld kan door jaarlijks eenzelfde financieringsstrategie te hanteren dit profiel constant gehouden worden.

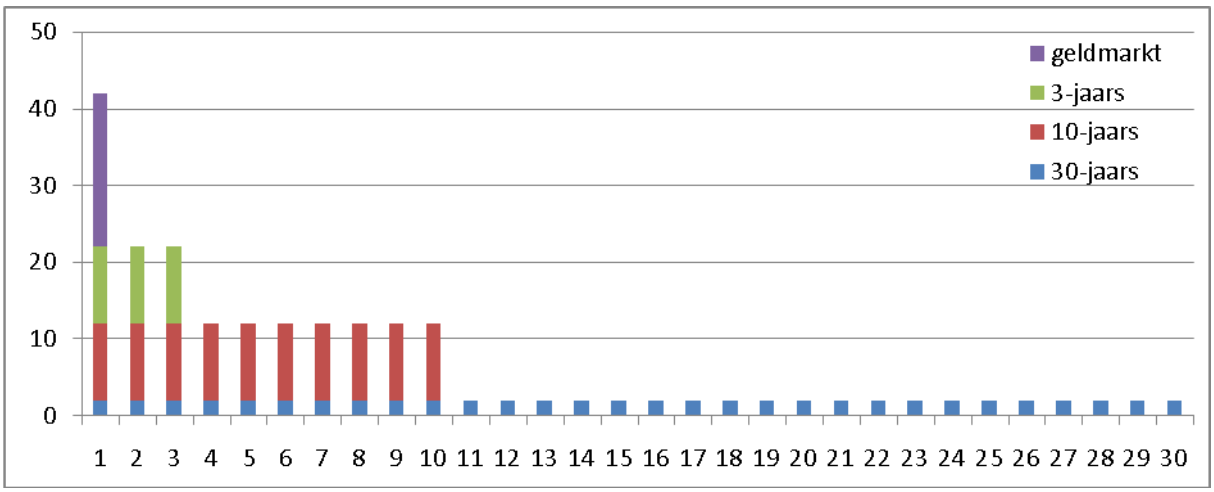
VOORBEELD 1
Financieringsstrategie die bij een schuldomvang van € 210 mld meerdere jaren ongewijzigd kan worden uitgevoerd.

- uitgifte van nieuwe 3- en 10-jaars met minimale omvang van € 10 mld
- minimale geldmarktomvang van € 20 mld
- uitgifte van nieuwe 30 jaars eens in de 5 jaar (die in 5 jaar dan het volume van € 10 mld bereikt)

[78] De Tweede Kamer is in maart 2011 uitgebreid geïnformeerd over het financieringsbeleid (Kamerstukken II, 2010-2011, 32 500 IXA, nr.7).

Het jaarlijkse herfinancieringsrisico in dit financieringsplan is € 42 mld
De totale schuldomvang in de evenwichtssituatie € 210 mld.

	30-jrs	10-jrs	3-jrs	geldmarkt
1	2	10	10	20
2	2	10	10	
3	2	10	10	
4	2	10		
5	2	10		
6	2	10		
7	2	10		
8	2	10		
9	2	10		
10	2	10		
11	2			
12	2			
13	2			
14	2			
15	2			
16	2			
17	2			
18	2			
19	2			
20	2			
21	2			
22	2			
23	2			
24	2			
25	2			
26	2			
27	2			
28	2			
29	2			
30	2			

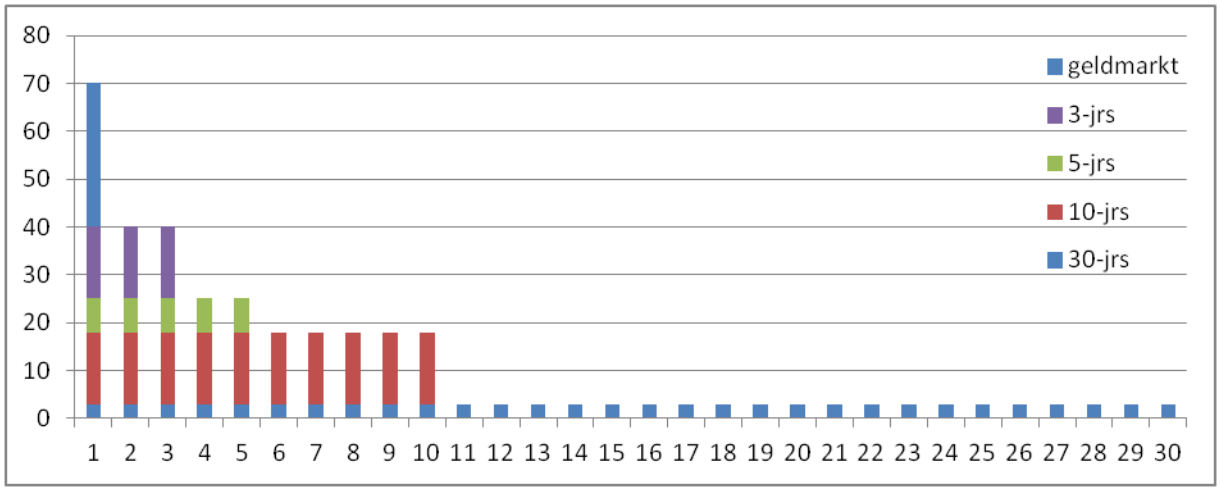


VOORBEELD 2
Financieringsstrategie die bij een schuldomvang van € 350 mld meerdere jaren ongewijzigd kan worden uitgevoerd.

- uitgifte van nieuwe 3- en 10-jaars met minimale omvang van € 15 mld
- minimale geldmarktomvang van € 30 mld
- uitgifte van nieuwe 30-jaars eens in de 3 jaar (die in 3 jaar dan volume van € 9 mld bereikt)
- uitgifte van nieuwe 5-jaars lening elke twee jaar (die in 2 jaar dan een volume van € 14 mld bereikt)

Het jaarlijks herfinancieringsrisico in dit financieringsplan is € 70 mld.
De totale schuldomvang in de evenwichtssituatie € 350 mld.

	30-jrs	**10-jrs**	**5-jrs**	**3-jrs**	**geldmarkt**
1	3	15	7	15	30
2	3	15	7	15	
3	3	15	7	15	
4	3	15	7		
5	3	15	7		
6	3	15			
7	3	15			
8	3	15			
9	3	15			
10	3	15			
11	3				
12	3				
13	3				
14	3				
15	3				
16	3				
17	3				
18	3				
19	3				
20	3				
21	3				
22	3				
23	3				
24	3				
25	3				
26	3				
27	3				
28	3				
29	3				
30	3				



De voorbeelden illustreren dat door keuzes uit het verleden (de financieringsstrategieën) de schuldportefeuille na enkele jaren een specifiek aflosprofiel heeft. Dit specifieke aflosprofiel is echter niet efficiënt voor wat betreft de afruil tussen kosten en risico. Een voorbeeld van een efficiënte portefeuille met een jaarlijkse herfinanciering van € 42 mld en totale schuldomvang van € 210 mld is een 5-jaars gecentreerde portefeuille. Een voorbeeld van een efficiënte portefeuille met een jaarlijkse herfinanciering van € 70 mld en een totale schuldomvang van € 350 mld is eveneens een 5-jaars gecentreerde portefeuille.

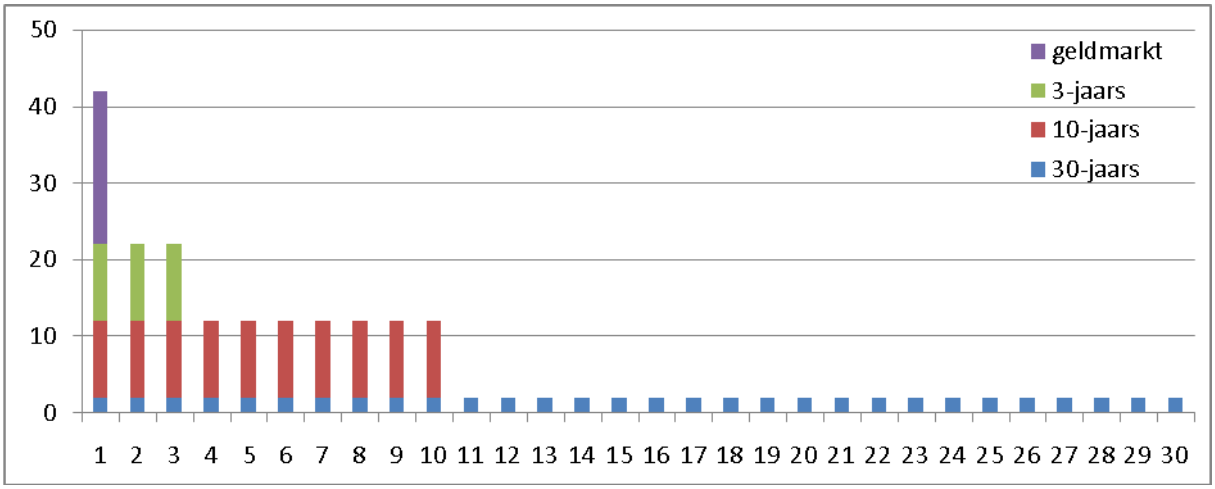
Bijlage 6: Afwijkingen ten opzichte van benchmark en duration

De omvang van het ongerealiseerde resultaat ten opzichte van de benchmark is beperkt gebleven omdat de schuldmanager nauwelijks is afgeweken van het risicoprofiel van de benchmark. Immers het renterisico dat gevolg was van het ongewijzigde uitgiftebeleid is met swaps bijgestuurd tot dat van de benchmark. Ongerealiseerde resultaten ten opzichte van de benchmark hadden groter kunnen zijn door risicotechnisch af te wijken van de benchmark. Om dit in te zien wordt het begrip duration geïntroduceerd. De duration is een maat voor de rentegevoeligheid van een obligatie of een portefeuille met obligaties.

Er zijn twee maten voor duration. De "Macauley duration" en de " Modified duration". De "Macauley duration" is de gewogen gemiddelde looptijd van alle toekomstige kasstromen (couponbetalingen en aflossingen) van een obligatie. Het gewicht van elke kasstroom wordt bepaald door de contante waarde van de kasstroom gedeeld door de prijs van de obligatie. De "Modified duration" is de "Macauley duration" gedeeld door één plus het effectieve rendement op een obligatie met dezelfde resterende looptijd. De duration wordt soms uitgedrukt in jaren. Dit is theoretisch niet juist. De duration is een maatstaf voor de rentegevoeligheid van een obligatie of een portefeuille obligaties. Bij berekenen van de duration voor een obligatie worden alle kasstromen contant gemaakt met hetzelfde rendement (het effectieve rendement op een obligatie met dezelfde resterende looptijd). Eigenlijk zou iedere kasstroom contant gemaakt moeten worden tegen het rendement dat voor een kasstroom met die looptijd geldt.

Bij benadering geldt (voor kleine afwijkingen): stijgt of daalt de rente met 1 procentpunt dan fluctueert de waarde van de obligatie met 1% maal de duration.

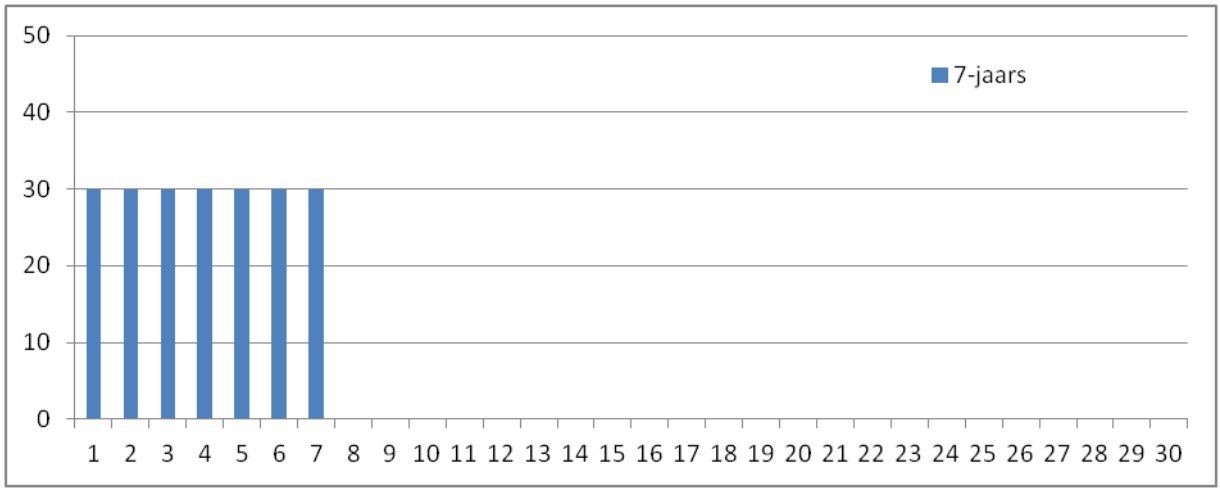
Figuur 25: Risicoprofiel bij gelijkblijvende omvang van de schuld en continu uitgiftebeleid



In Figuur 25 staat een schematische weergave van een financieringsstrategie die gebaseerd is op het financieringsbeleid van de Nederlandse Staat. Een portefeuille zoals weergegeven in Figuur 25 heeft bij een gemiddeld stijgend verloop van de curve waarbij de spread tussen de 3- en 10-jaar ca. 75 basispunten is en de 7-jaars rente ca. 4,3% is een duration van ca. 5,6 (bij een hoger spread en/of lager renteniveau stijgt de duration). De 7-jaars gecentreerde (benchmark)portefeuille (zie Figuur 26) heeft bij dezelfde veronderstellingen ten aanzien van de curve een duration van ca. 3,7. Het verschil tussen beide financieringsstrategieën (resulterend in een specifieke samenstelling van de portefeuilles) is in termen van duration ca. 1,9. Een afwijking in de duration van 1,9 kan bij een verandering van de rente met 1 procentpunt (100 basispunten) resulteren in een marktwaarde verandering van ca. 1% x 1,9. Op een schuldportefeuille met een omvang van ca. € 300 mld kan in dat geval de marktwaardeverandering (de ongerealiseerde resultaten ten opzichte van de benchmark)

oplopen tot meer dan € 5 mld. Van een verschil in de duration van 1,9 tussen schuld- en benchmarkportefeuille had sprake kunnen zijn als geen swaps waren afgesloten. De resultaten van de schuldportefeuille in termen van total cost hadden dan ook veel meer (positief of negatief) kunnen afwijken van de resultaten van de benchmark.

Figuur 26: Risicoprofiel van 7-jaars gecentreerde portefeuille



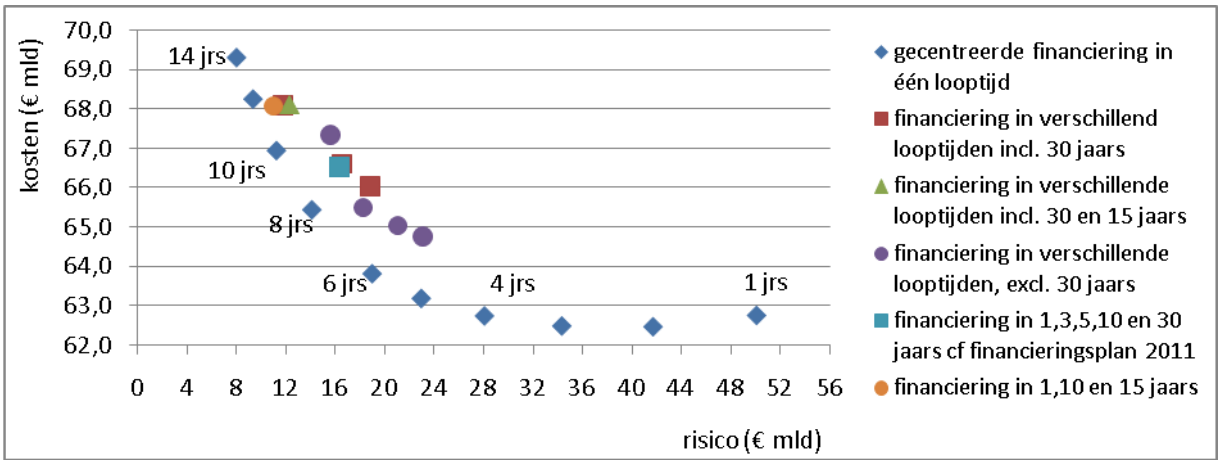
Door de inzet van swaps in 2008, 2009 en 2010 is het risicoprofiel van de schuldportefeuille bijgestuurd tot dat van de benchmark. Hierdoor is het ongerealiseerde resultaat ten opzichte van de benchmark beperkt gebleven tot ca. € 0,3 mld in 2010. Dit toont aan dat er sprake is geweest van een kleine afwijking tussen de duration van de schuldportefeuille inclusief swaps en de duration van de benchmark.

Bijlage 7: Rentekosten en risico in evenwichtssituaties

Het doel van schuldfinanciering is: "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". Zoals eerder uitgelegd vraagt dit om inzicht in de afruil tussen kosten en risico. Om over een langere periode iets te zeggen over de kosten en risico's van schuldfinanciering, zouden simulaties over een langere periode moeten worden gemaakt. Een alternatief is de analyse van de afruil tussen kosten en risico voor portefeuilles in een evenwichtssituatie te kijken. Om dit te kunnen doen zijn er twee aannames nodig die de werkelijkheid sterk vereenvoudigen: 1. de omvang van de schuld verandert niet, en 2. de schuldmanager is niet gebonden aan historische keuzes voor schuldfinanciering.

Elke financieringsstrategie tendeert bij een gelijkblijvende schuld uiteindelijk naar een evenwichtssituatie. Wanneer uitgegaan wordt van de huidige samenstelling van de schuld duurt het bereiken van de evenwichtssituatie in beginsel zolang als de resterende looptijd van de langstlopende lening in de portefeuille. Wanneer verondersteld wordt dat de portefeuille zich reeds in een evenwichtssituatie bevindt, kan inzicht worden verkregen in de lange-termijn-afruil tussen kosten en risico door voor een kortere periode te simuleren (zie Figuur 27). De figuur laat zien dat de afruil tussen kosten en risico in evenwichtssituaties optimaal is voor gecentreerde portefeuilles. Dit zijn portefeuilles waarbij schuld die aflost telkens in dezelfde looptijd wordt geherfinancierd. In de evenwichtssituatie is voor gecentreerde portefeuilles sprake van een glad aflosprofiel (zie Figuur 26).

Figuur 27: Kosten-risico over periode van 5 jaar in evenwichtsituatie voor schuld van € 300 mld



Herfinanciering in meer dan één looptijd (bijvoorbeeld in de looptijden uit het financieringsplan 2011[79]) liggen in de evenwichtssituatie voor wat betreft de afruil tussen kosten en risico niet op de efficient frontier. Sommigen liggen daar overigens wel dicht bij. Zo ligt in de evenwichtssituatie de portefeuille met financiering in looptijden uit het financieringsplan 2011 in de figuur boven de 7-jaars gecentreerde portefeuille. De strategie resulteert in een jaarlijkse herfinanciering (€ 60 mld) gelijk aan de jaarlijkse herfinanciering van een 5-jaars gecentreerde portefeuille. De som van kosten en risico voor de niet-gecentreerde portefeuille is echter hoger dan die voor de gecentreerde portefeuille.

[79] Zie Outlook 2011 voor details.