

# **BELEIDSDOORLICHTING AGENTSCHAP**

**Agentschap, september 2007**

## **Inhoudsopgave**

1. Inleiding	3
2. Doelstelling	6
2.1. Algemene doelstelling	6
2.2. Operationele doelstellingen	8
3. Uitvoering 2003-2007	9
4. Doelmatigheid	11
4.1. Doelmatigheid van het risicomanagement	11
4.2. Doelmatigheid van de geldmarktfinanciering	15
5. Kosten	17
6. Samenvatting en conclusies	19
Bijlage 1. Beoordeling beleidsdoorlichting Agentschap	20
Bijlage 2. Beoordeling beleidsdoorlichting Agentschap	22

## 1. Inleiding

### *Wat is een beleidsdoorlichting*

De Regeling Periodiek Evaluatieonderzoek en beleidsinformatie 2006<sup>1</sup> schrijft voor dat al het beleid gericht op de realisatie van de algemene of operationele beleidsdoelstellingen periodiek wordt geëvalueerd in een beleidsdoorlichting. Ingevolge deze verplichting is de algemene beleidsdoelstelling behorende bij het artikel 1 van de begroting IXA (Nationale Schuld) doorgelicht.

Kenmerkend voor een beleidsdoorlichting is dat de evaluatie plaatsvindt op het niveau van algemene of operationele doelstellingen (en niet op instrumentniveau). Voorts komen in een beleidsdoorlichting een aantal simpele doch fundamentele 'doorlichtingsvragen' aan de orde. De beantwoording daarvan steunt zoveel mogelijk op reeds uitgevoerde onderzoeken naar de doelmatigheid en de doeltreffendheid van beleid. Bij de uitvoering van een beleidsdoorlichting zijn onafhankelijken betrokken. Belangrijke onderdelen van de beleidsdoorlichting zijn:

- beschrijving en analyse van het probleem dat aanleiding was voor het beleid;
- beschrijving en motivering van de rol van de rijksoverheid;
- beschrijving van de onderzochte beleidsdoelstellingen;
- beschrijving van de gehanteerde instrumenten en analyse van de maatschappelijke effecten daarvan;

### *Evaluatie-opzet*

Deze doorlichting gaat met name over het beleid van het Agentschap *als uitvoeringsorganisatie*, waaronder de wijze waarop schuldfinanciering moet plaatsvinden en hoe kosten en risico van financiering zo klein mogelijk kunnen worden gehouden. Dit heeft tot gevolg dat de hierboven weergegeven beleidsdoorlichtingsthema's vanuit een meer bedrijfsmatige optiek zullen worden behandeld. Deze doorlichting zal dan ook vooral gaan over doelen, instrumenten en de doelmatigheid en kosten daarvan. Vragen over de probleemanalyse en over de rol van de overheid zijn in deze doorlichting minder relevant.

### *Het Agentschap uitvoeringsorganisatie*

Het Agentschap van het ministerie van Financiën is verantwoordelijk voor het beheer en de financiering van de staatsschuld. Zoals de meeste ons omringende landen heeft de Nederlandse Staat een schuld opgebouwd. Dit is deels te wijten aan de conjunctuur; in slechte tijden geeft de overheid meer uit dan ze aan inkomsten binnenkrijgt (dit stabiliseert de economie weer enigszins). Aangezien echter in goede tijden niet alle schuld door overschotten wordt gecompenseerd, wordt over de jaren schuld opgebouwd.<sup>2</sup> Voor het overige is schuldopbouw het gevolg van politieke keuzes over uitgaven en inkomsten in het verleden.

---

<sup>1</sup> *Staatscourant 28 april 2006, nr. 83 / pag. 14*

<sup>2</sup> Die compensatie moet bovendien meer dan evenredig zijn omdat over de opgebouwde schuld rente moet worden betaald.

De Nederlandse staatsschuld bedraagt momenteel ca. 220 miljard euro (ca. 40% van het BBP). Een dergelijk niveau van schuld maakt schuldbeheer en schuldfinanciering noodzakelijk. Het Agentschap evalueert daarom eens in de 4 á 5 jaar het kader voor risicomanagement voor de staatsschuld. Dat kader is feitelijk de brede paraplu waaronder het Agentschap opereert. Het kader borduurt voort op de algemene doelstelling van schuldfinanciering, die bij die gelegenheid eveneens uitgebreid onder de loep wordt genomen. De meest recente evaluatie van het risicomanagement kader is zojuist afgerond<sup>3</sup>. Daar deze evaluatie zich op het niveau van de algemene doelstelling bevindt, is dat een natuurlijk aanknopingspunt voor de beleidsdoorlichting.

De beleidsdoorlichting kan daarnaast putten uit de in begin 2007 afgeronde evaluatie van de EONIA-benchmark<sup>4</sup>. De EONIA-benchmark is een financieringsmethode die het Agentschap op de geldmarkt hanteert. Hoewel de geldmarkt op dit moment slechts 10-15% van de totale staatsschuld uitmaakt, is de geldmarkt goed voor bijna de helft van onze jaarlijkse financiering. De EONIA-benchmark vormt daarmee een belangrijk onderdeel van het schuldbeheer evenals van de financiering.

#### *Onafhankelijkheid*

Bij deze beleidsdoorlichting is de onafhankelijkheidsvereiste uit de Regeling periodiek evaluatieonderzoek en beleidsinformatie 2006 zowel indirect (bij de onderliggende evaluaties) als direct (bij de beleidsdoorlichting zelf) ingevuld. De evaluatie van de EONIA-benchmark is tot stand gekomen met hulp van een klankbordgroep samengesteld uit deelnemers van de directie Financieel Economische Zaken (FEZ) en de Inspectie der Rijksfinanciën (IRF), beide van het ministerie van Financiën. Ook is voor de evaluatie van de EONIA-benchmark frequent contact geweest met banken. Voor de meest recente evaluatie van het risicomanagement kader met inbegrip van de algemene doelstelling, is vooraf uitgebreid met banken gediscussieerd over de werking van het kader. Voorts heeft een groep bestaande uit medewerkers van de directies Algemeen Financieel en Economische Politiek (AFEP), FEZ en IRF en de afdeling Begrotingsbeleid als klankbord geopereerd. Bovendien hebben er ook discussies plaatsgevonden met DNB en met het CPB en is er tot tweemaal toe een bijeenkomst over het thema geweest in de bestuursraad.

Als voorbeeld van een uitgebreide analyse van een potentiële nieuwe financieringswijze kan het onderzoek naar het instrument indexleningen worden aangehaald. Deze analyse is tot stand gekomen in een werkgroep bestaande uit Financiën (AFEP plus Agentschap), DNB en CPB en is opgetekend in een uitgebreid en gezamenlijk rapport over het instrument.<sup>5</sup>

Bij de beleidsdoorlichting zelf zijn De Nederlandsche Bank en directie FEZ van het ministerie van Financiën betrokken. In de bijlagen bij dit rapport zijn de beoordelingen opgenomen.

---

<sup>3</sup> Het resultaat van deze evaluatie wordt gelijktijdig met deze beleidsdoorlichting aan de Tweede Kamer aangeboden. Het rapport is beschikbaar op [www.dsta.nl](http://www.dsta.nl), onder Financieringsbeleid.

<sup>4</sup> Aangeboden aan de Tweede Kamer op 3 april 2007. Zie Kamerstuk 30 800 IXA, nr. 6, vergaderjaar 2006–2007.

<sup>5</sup> Zie Rapport Indexleningen op [www.dsta.nl](http://www.dsta.nl) onder Financieringsbeleid.

### *Leeswijzer*

De doorlichting omvat de volgende hoofdstukken:

- **Doelstelling**  
In dit onderdeel wordt ingegaan op de algemene en operationele doelstellingen horend bij artikel 1 van begroting IXA Nationale Schuld voor 2007. Tevens wordt daarbij ingegaan op de reikwijdte van schuldmanagement.
- **Uitvoering 2003-2007**  
In dit onderdeel wordt ingegaan op de wijze waarop invulling is gegeven aan de realisatie van doelstellingen. Welke instrumenten en stuurvariabelen daarbij zijn gebruikt en wat de onderlinge samenhang daartussen is.
- **Doelmatigheid**  
In dit onderdeel wordt ingegaan op de doelmatigheid van het beleid.
- **Kosten**  
In dit onderdeel wordt toegelicht hoe de hoogte van de budgetten die worden ingezet, wordt bepaald en wat hiervan de onderbouwing is.
- **Samenvatting/conclusies**  
De bevindingen uit de voorgaande hoofdstukken worden in dit onderdeel samengevat en conclusies worden gepresenteerd.

## 2. Doelstelling

### 2.1. Algemene doelstelling

De algemene beleidsdoelstelling voor het Agentschap luidt als volgt (zie begroting IXA Nationale Schuld voor 2007):

*Het voorzien in de financieringsbehoeften van de staat en een effectief en efficiënt beheer van de staatsschuld.*

Deze doelstelling houdt in concreto in dat de staatsschuld steeds volledig moet worden gefinancierd (effectief) tegen zo laag mogelijke kosten bij een acceptabel niveau van risico voor de rijksbegroting (efficiënt). Hiertoe neemt het ministerie van Financiën het beheer van de staatsschuld en de activiteiten die hieruit voortvloeien voor zijn rekening. De minister van Financiën is verantwoordelijk voor het voorzien in de financieringsbehoeften van de staat en voor een effectief en efficiënt beheer van de staatsschuld. Fluctuaties in het renteniveau bepalen mede de rentekosten en het risico op mee- of tegenvallers daarin. Door het financierings- en risicobeleid wordt geprobeerd dit risico en de omvang van de rentekosten te beperken. Daarnaast kunnen als gevolg van het algemene budgettaire beleid en de conjunctuur, via het begrotingssaldo, veranderingen optreden in de financieringsbehoefte van de staat. In de financiering wordt getracht een buffer aan te brengen die onverwachte wijzigingen kan opvangen.

*Reikwijdte van schuldmanagement; kostenminimalisatie bij acceptabel risico voor de begroting*

De strategie van schuldfinanciering die Nederland toepast is een zo efficiënt mogelijke financiering van de staatsschuld onder acceptabel risico voor de begroting. Deze strategie sluit aan bij wat internationale instanties als IMF en Wereldbank aanbevelen. De definitie van het doel van schuldmanagement in de *Guidelines for public debt management* van IMF/Wereldbank luidt 'the main objective is to ensure that the government's financing needs (..) are met at the lowest possible cost (..) consistent with a prudent degree of risk.' Het is dan ook niet verwonderlijk dat de meeste schuldmanagers één en dezelfde strategie (centrale doelstelling van schuldfinanciering) hanteren.

In principe zijn ook andere benaderingen van schuldbeleid mogelijk. Zo wordt in de literatuur vaak gesproken over de mogelijkheid om schuldfinanciering in te zetten voor salдостabilisatie of als instrument voor de beheersing van risico's in de overheidsbalans (ALM). De verschillende benaderingen van schuldmanagement zijn verwoord in Hoofdstuk I van het evaluatierapport van het risicomangementkader ("Risicomangement van de staatsschuld, evaluatie van het beleid 2003-2007 & beleid 2008-2011"). Ook de reikwijdte van schuldmanagement is een terugkerend thema. Concreet speelt de vraag of het schuldbeleid zich terecht beperkt tot de kosten en risico's voor de begroting of dat ook de maatschappelijke effecten van schuldfinanciering in het beleid moeten worden betrokken.

Andere vormen van schuldfinanciering zoals vormen die zich richten op saldostabilisatie of een benadering die zich richt op de balans van de overheid (het Asset and Liability Management, ALM) zijn geen haalbare kaart gebleken. Voor saldostabilisatie is het nodig dat de factoren die het saldo destabiliseren en de mate waarin dat gebeurt op adequate wijze in kaart kunnen worden gebracht. Dat blijkt praktisch onmogelijk omdat niet bij voorbaat kan worden vastgesteld aan welke schokken de economie, en daarmee begroting, zal blootstaan. Ten aanzien van de ALM-benadering hebben andere overheden (die hiernaar onderzoek hebben verricht) geconstateerd dat de methodiek te complex is om hierop het schuldbeheer en de financiering te baseren.

Het betrekken van de maatschappelijke effecten van schuldfinanciering is conceptueel aantrekkelijk maar blijkt in de praktijk als doelstelling moeilijk hanteerbaar. De maatschappelijke effecten zijn niet of moeilijk meetbaar. Het internaliseren van de maatschappelijke effecten maakt de opdracht aan de schuldmanager minder concreet en heeft tot gevolg dat de resultaten van schuldbeleid evenmin meetbaar zullen zijn. Voor de schuldmanager als zodanig (en voor diens aansturing) is het cruciaal dat de doelstellingen die hij nastreeft meetbaar zijn en dat hij hierop kan worden beoordeeld.

Dit laat onverlet dat de overheid toch kan besluiten het schuldmanagement anders (dan voor het doel van kostenminimalisatie) in te zetten. Daar de kosten en baten voor de begroting van een alternatieve strategie onderdeel kunnen vormen van de afweging om al dan niet tot de strategie over te gaan, is het de verantwoordelijkheid van de schuldmanager deze inzichtelijk te maken.

#### *Schuldbeleid volgend aan het begrotingsbeleid*

De strategie van schuldmanagement moet natuurlijk tevens passen binnen het begrotingsbeleid. Dat beleid is ingericht om een overschrijding van de 3%-tekortgrens te voorkomen. Verder geldt dat vanuit het oogpunt van houdbare overheidsfinanciën het huidige kabinet een structureel overschot nastreeft van 1% BBP per 2011. Tot slot zijn, om procyclisch beleid tegen te gaan, de rentelasten per begroting 2008 buiten de uitgavenkaders geplaatst. De grens die is gesteld aan het tekort, impliceert dat fluctuaties in de rentelasten niet dusdanig groot mogen zijn dat een solide budgettaire positie in gevaar komt. Anderzijds helpt inperking van de gemiddelde kosten van schuldfinanciering bij het realiseren van een begrotingsoverschot. Het buiten de kaders plaatsen van de rentelasten verandert niets aan deze inzichten.

Zo laag mogelijke kosten van schuldfinanciering bij een aanvaardbaar risico voor de begroting blijft de relevante doelstelling voor schuldmanagement. Bij wat als risico aanvaardbaar is, moet bedacht worden dat het risicokader ook in de meest onwaarschijnlijke (economische) situaties effectief moet zijn.

## 2.2. Operationele doelstellingen

Er zijn tot op heden steeds drie operationele doelstellingen geformuleerd die alle ten dienst staan aan de algemene doelstelling (zie ook begroting IXA Nationale Schuld voor 2007):

*1. Het lenen van lange gelden tegen zo laag mogelijke kosten binnen aanvaardbaar risico.*

Dit gebeurt op de kapitaalmarkt met uitgifte van DSL's (looptijden 3 tot 30 jaar). Ook sluit de staat renteswaps af om het risico dat mede ontstaat door de uitgifte van staatsleningen bij te sturen naar het basisrisicobedrag dat tot en met 2007 geldt als stuurvariabele (zie hoofdstuk 3 'Uitvoering 2003-2007'). Tot slot heeft de staat de mogelijkheid eenmaal uitgegeven kapitaalmarktleningen terug te kopen.

*2. Het lenen en uitlenen van korte gelden tegen zo laag mogelijke kosten respectievelijk zo hoog mogelijke opbrengsten binnen een aanvaardbaar risico.*

Met behulp van geldmarktdeposito's en korte leningen (DTC's) wordt het kastekort of het kasoverschot op dagbasis op een efficiënte wijze geleend, respectievelijk uitgezet in de geldmarkt. Het lenen en uitlenen van korte gelden op de geldmarkt vormt een regulier onderdeel van het financieringsbeleid. Daarnaast dient de geldmarkt als buffer om het verschil in kasstromen na uitgifte van staatsleningen op te vangen of om aan onvoorziene wijzigingen in het tekort tegemoet te komen als deze in de kapitaalmarkt niet (meer) kunnen worden gedekt. Op de geldmarkt worden renteswaps gebruikt om een efficiëntere financieringswijze te realiseren. Die efficiëntie wordt gemeten aan de zogenaamde EONIA-benchmark (zie hoofdstuk 3 'Uitvoering 2003-2007').

*3. Bevordering van distributie, promotie, verhandelbaarheid en liquiditeit van staatsleningen.*

Verhandelbaarheid en liquiditeit zijn essentieel voor de aantrekkelijkheid van de Nederlandse staatsleningen voor de belegger. Deze eigenschappen dragen zodoende op korte en lange termijn bij aan het realiseren van lage rentekosten. Tot op heden zijn de promotie-activiteiten die hier voor nodig zijn als aparte doelstelling geformuleerd.



### 3. Uitvoering 2003-2007

#### *Financieringsbehoefte*

De jaarlijkse financieringsbehoefte van de Staat wordt gedekt op de geld- en kapitaalmarkt door uitgifte van Dutch State Loans (DSL's; kapitaalmarkt; 3-, 5-, 10- en 30-jarige leningen) en Dutch Treasury Certificates (DTC's; geldmarkt; 3 maanden tot 1 jaar). Voor de finetuning en financiering voor perioden korter dan 3 maanden worden deze instrumenten aangevuld met geleend óf uitgezet kasgeld (deposito's)<sup>6</sup>. Tevens worden renteswaps afgesloten om het renterisico als gevolg van uitgifte van leningen bij te sturen. Voor de afdanking, distributie, handel en promotie van DSL's en DTC's wordt het Agentschap ondersteund door in totaal 19 tot 20 grote banken (Primary Dealers en Single Market Specialists)<sup>7</sup>. Deze werkwijze vergt dat er steeds aandacht is voor de behoeften in de markt en de positie daarin van de Nederlandse staat. Alle landen hanteren ter financiering van hun staatsschuld een combinatie van kort geld en lange(re) leningen. In Nederland zijn de combinatie van leningen én de specifieke samenstelling van de portefeuille voldoende om op elk moment in de dekking van de financieringsbehoefte te voorzien.

#### *Risicokader*

De doelstelling «lage kosten bij een acceptabel risico» wordt geoperationaliseerd in het risicokader voor de staatsschuldfinanciering. Gedurende de periode 2003-2007 is de centrale stuurvariabele daarin een jaarlijks basisrisicobedrag van 9% BBP. Dit basisrisicobedrag bepaalt welk deel van de schuld jaarlijks gevoelig is voor wijzigingen in de marktrente. Gemiddeld bestaat meer dan de helft van dit risicobedrag uit de herfinanciering van de vaste schuld. Daarnaast draagt ook de herfinanciering van de geldmarktschuld bij aan het risicobedrag, evenals de swapportefeuille. Mee- of tegenvallers in het begrotingssaldo vormen nadrukkelijk geen onderdeel van het basisrisicobedrag in die zin dat hierop niet wordt gestuurd (valt buiten de reikwijdte van het Agentschap). Het basisrisicobedrag schrijft voor dat er jaarlijks niet meer dan 9% BBP aan herfinanciering van bestaande schuld op de rol mag staan (risico-inperking). Tegelijkertijd mag er ook niet minder dan dat op de rol staan omdat dit tot te hoge kosten zou leiden. Korte financiering is gemiddeld genomen het goedkoopst en dus moet de jaarlijkse herfinanciering (binnen de grenzen van het risico) zo groot mogelijk zijn. De mate van risico die in het kader als acceptabel wordt ervaren is relatief en verandert met het BBP. Zo ademt het risico mee met de capaciteit om risico te dragen. De keuze, destijds, voor een percentage van 9 sloot aan bij wat andere Europese landen die met Nederland enige gelijkenis vertoonden jaarlijks herfinancierden én was vergelijkbaar met de toenmalige omloopsnelheid van de portefeuille.

---

<sup>6</sup> Met ingang van medio 2007 is gestart met de uitgifte van Euro Commercial Paper (ECP), een gestandaardiseerd geldmarktinstrument. Het Agentschap geeft ECP uit in looptijden van 1 week tot 3 maanden. Wat looptijd betreft vormt ECP derhalve een aanvulling op het bestaande instrumentarium.

<sup>7</sup> Primary Dealers (op dit moment 13 in totaal) zijn verantwoordelijk voor zowel DSL's als DTC's. Single Market Specialists alleen voor DTC's.

### *Financieringsbeleid*

Aanvullend op het risicokader is het financieringsbeleid geformuleerd. Het risicokader alleen was onvoldoende om tot een afdoende beperking van het risico te komen. De financieringsregels behelzen dat jaarlijks in meer dan één type lening wordt uitgegeven en dat per lening een liquide omvang wordt bereikt (van minimaal 10 miljard euro). Dit draagt bij aan lagere kosten. Ook moet het volume op de geldmarkt voldoende zijn om onverwachte schommelingen in de financieringsbehoefte op te vangen. De regels kennen ook een rol toe aan renteswaps. Swaps zijn het instrument bij uitstek om het aflossingsprofiel dat volgt uit de uitgifte van leningen te laten aansluiten bij het risicoprofiel van jaarlijks 9% BBP.

Zoals uitgelegd maken ook het lenen en uitlenen van korte gelden (alle operaties op de geldmarkt) onderdeel uit van het basisrisicobedrag van 9% BBP. Ook de geldmarktactiviteiten dragen in belangrijke mate bij aan de realisatie van de algemene doelstelling. Voor het meten van de prestaties in de geldmarkt wordt separaat gebruik gemaakt van een *benchmark* met als doel de efficiëntie verder te bevorderen. De benchmark voor de geldmarkt houdt in dat het EONIA-tarief (European OverNight Index Average), ofwel daggeldrente, wordt gehanteerd als maat voor alle transacties die de staat in de geldmarkt doet. De benchmark geldt dus zowel voor de uitgifte van DTC's als voor de transacties die plaatsvinden om het schatkistsaldo te reguleren (met deposito's). De benchmark is ingevoerd nadat uit onderzoek was gebleken dat deze vorm van geldmarktfinanciering op middellange termijn zowel de laagste kosten als het laagste risico met zich meebrengt. De invoering van de EONIA-benchmark zou gemiddeld genomen, over een periode van vier jaar, een besparing opleveren ten opzichte van het oude beleid.

## 4. Doelmatigheid

De doelmatigheid van schuldbeheer en schuldfinanciering, evenals het motto dat daartoe wordt gehanteerd, zijn gedurende de afgelopen periode uitgebreid geëvalueerd. In dit hoofdstuk worden de bevindingen van deze evaluaties samengevat.

### 4.1. Doelmatigheid van het risicomanagement

Nadat is vastgesteld dat de algemene doelstelling onverminderd van kracht blijft, is het zaak te onderzoeken hoe deze doelstelling het best wordt gerealiseerd. De vraag die als eerste dient te worden gesteld is of het risicokader 2003-2007 de beste methode is geweest om aan de doelstelling te voldoen.

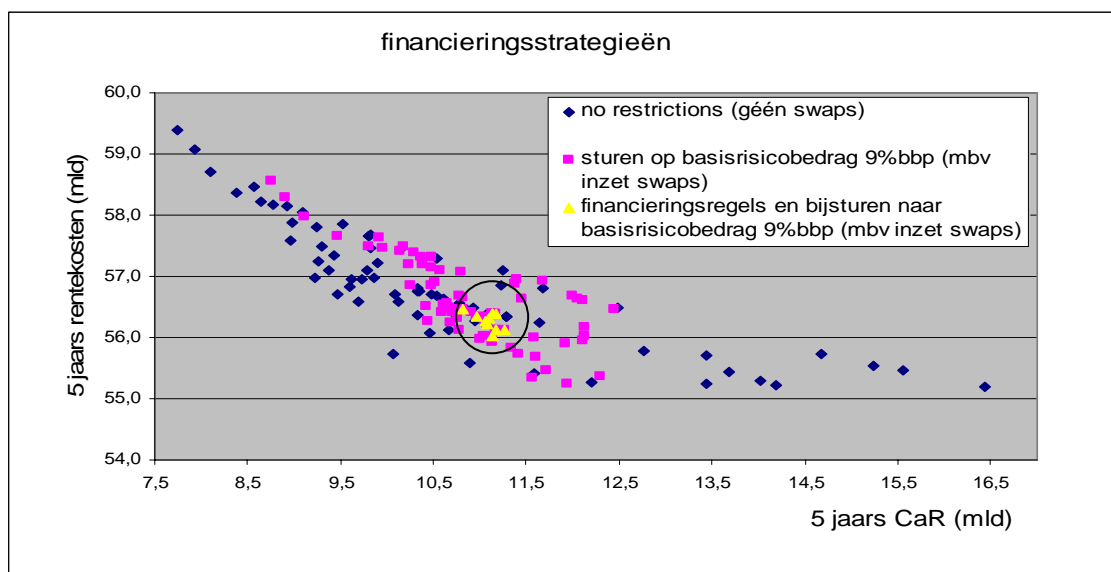
Het antwoord op de vraag of het risicokader 2003-2007 optimaal was, wordt afgemeten aan de combinaties van kosten en risico die hiermee worden gerealiseerd. De methodiek is optimaal als er gegeven het gelopen risico geen goedkopere financieringswijze van de schuld mogelijk is.

De werking van het huidige risicokader in termen van kosten en risico kan met behulp van modelanalyse inzichtelijk worden gemaakt. Daarin worden de gemiddeld verwachte kosten van het schuldbeleid afgezet tegen het verwachte risico daarvan (uitgedrukt als Cost-at-Risk, ofwel CaR). Het risico is gedefinieerd als de schommeling in de rentelasten. Kosten en risico zijn gemeten over een periode van gecumuleerd 5 jaar. De analyse heeft aangetoond hoe het risicomanagement uitpakt voor de afruil tussen kosten en risico. Samenvattend kunnen de volgende conclusies worden getrokken.

#### *Risicobeheersing goed*

Het risicokader met als centrale stuurvariabele een basisrisicobedrag van jaarlijks 9% BBP heeft, tezamen met de financieringsregels, als vangrail voor het risico goed gewerkt. Naast een adequate beheersing van het risico is tevens voorkomen dat hoge kosten zijn gemaakt. Hoewel het beleid méér dan een specifieke schuldportefeuille toelaat (het is dus niet zo dat het risicokader de uitgifte en instandhouding van één specifieke schuldportefeuille voorschrijft), belopen de verschillen tussen deze portefeuilles voor wat betreft de kosten en het risico maximaal 500 miljoen euro over een periode van 5 jaar. Het lichtst gekleurde cluster in figuur 1 geeft weer wat de combinaties van kosten en risico zijn als het basisrisicobedrag wordt gehanteerd en tevens de financieringsregels worden toegepast. Dit cluster ligt ver verwijderd van extreme kosten én extreem risico.

**Figuur 1. Afbakening van kosten en risico door risicokader en financieringsregels<sup>8</sup>**



#### *Werkbaarheid laat te wensen over*

Om binnen het gestelde risicokader zo efficiënt mogelijk te zijn, moet elk jaar een basisrisico van 9% BBP worden gehaald. Als in enig jaar van de schuldportefeuille een bedrag groter dan 9% BBP opnieuw zou moeten worden gefinancierd, dan werd het risico van extra kosten groter dan wat als aanvaardbaar is aangemerkt.<sup>9</sup> Herfinanciering van minder dan 9% BBP is te duur, aangezien ervan uitgegaan kan worden dat de rentecurve gemiddeld genomen oplopend is en kort financieren dus goedkoper is dan lang financieren. In praktijk blijkt het lastig dit doel te realiseren omdat onvoorziene wijzigingen in het kassaldo van invloed zijn op de omvang van het basisrisico. Bij onvoorziene meevallers, neemt het basisrisico af en moet de schuldportefeuille onmiddellijk worden verkort om alsnog het bedrag van 9% BBP te halen. Tegenvallers, daarentegen, nopen tot verlenging van de portefeuille. Als mee- of tegenvallers zich pas laat in het jaar openbaren, is het soms niet meer mogelijk om bij te sturen. In dat geval wordt de doelstelling van 9% BBP gemist.

#### *Volgen van conjunctuur niet wenselijk*

Verlengen en verkorten van de schuldportefeuille, een andere wijze van financieren dus, is eigenlijk alleen gerechtvaardigd als dat gebeurt als reactie op een trend. Zo is het zinvol om de portefeuille geleidelijk te verkorten als de schuld trendmatig daalt en deze te verlengen als de schuld trendmatig stijgt. Het huidige beleid volgt niet alleen de trend maar door de koppeling aan BBP en de invloed van het begrotingssaldo ook de conjunctuur. Het schuldbeheer binnen het huidige risicokader is daarmee volatieler dan wenselijk is.

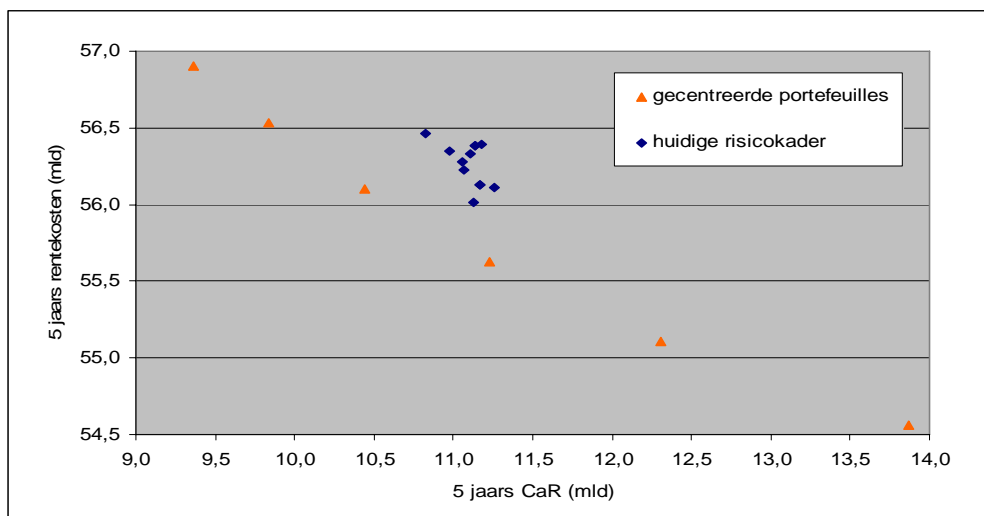
<sup>8</sup> In elk van de financieringsstrategieën is uitgegaan van de samenstelling van de schuldportefeuille en de in de markt verwachte rente per ultimo 2001. Rekening houdend met het feitelijke saldo en de BBP-ontwikkeling zijn voor elke financieringsstrategie de verwachte rentekosten en de verwachte CaR ex post berekend voor de periode 2002-2006.

<sup>9</sup> Als een groter bedrag opnieuw moet worden gefinancierd, staat een groter bedrag bloot aan wijzigingen in de marktrente. Als die plots stijgt, zijn de extra kosten groter dan wat als maximaal aanvaardbaar was aangemerkt.

### Efficiency kan beter

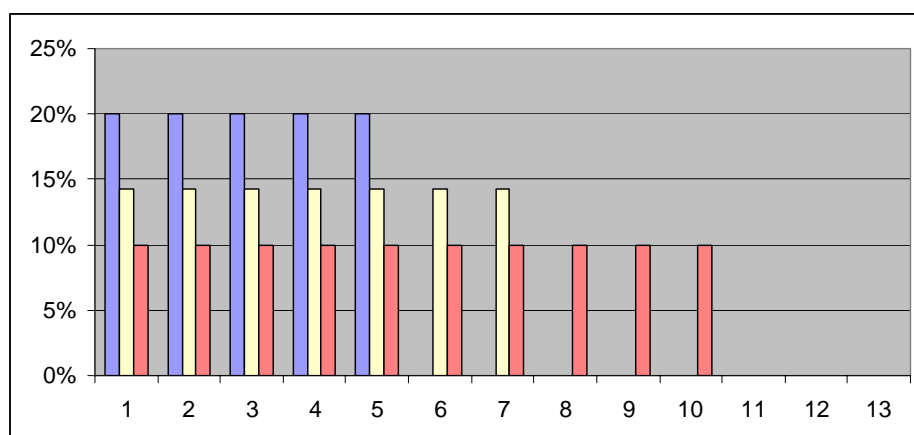
Hoewel de huidige strategie binnen de gestelde kaders efficiënt is, ligt deze niet op de efficient frontier. De efficient frontier wordt gevormd door de verbinding van punten die het dichtst bij het assenstelsel liggen. Deze punten zijn maximaal efficiënt omdat bij gelijk risico geen verdere kostenbesparing kan worden gerealiseerd, danwel bij gelijke kosten geen risicoreductie meer mogelijk is. Met een beweging van de huidige positie net bóven de frontier (figuur 2) naar de efficient frontier kan dus een beperkte efficiencywinst worden gerealiseerd.

**Figuur 2. Het huidige risicokader is nog niet maximaal efficiënt**

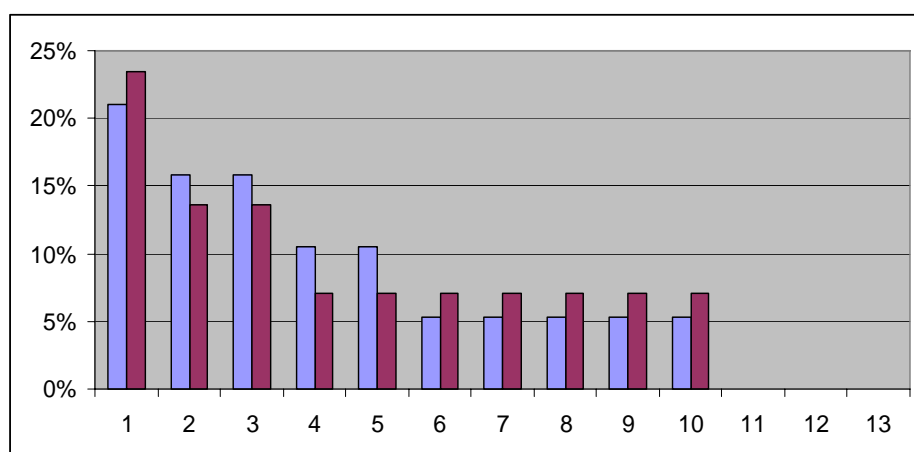


Het model dat voor de analyse van het risicoprofiel is gehanteerd heeft laten zien dat het risicoprofiel van een efficiënte financieringsstrategie, in tegenstelling tot het bestaande risicoprofiel (figuur 3b), een gelijkmatige spreiding kent over een bepaald looptijdsegment, om daarna terug te vallen naar nul (figuur 3a). In principe kan met behulp van renteswaps elk wenselijk risicoprofiel worden bereikt. De efficiencywinst kan dus worden gerealiseerd zonder het uitgiftebeleid aan te tasten.

**Figuur 3a. Gelijkmatische aflossingsprofielen van schuldportefeuille (5, 7 en 10 jaar)**



**Figuur 3b. Grillige aflossingsprofielen van schuldportefeuille**



### *Samenvattend*

De belangrijkste lessen uit de evaluatie van het risicokader (dat een herfinanciering nastreeft van jaarlijks 9% BBP) zijn samen te vatten als volgt. Hoewel risicobeheersing goed heeft gewerkt en aan de algemene doelstelling steeds is voldaan, kan deze doelstelling nog net iets efficiënter worden bereikt. Bovendien kan het risicomanagement worden verbeterd in termen van werkbaarheid, dat wil zeggen realiseerbaarheid zonder al te veel bijsturing op het laatste moment. Voor de verbeterde vormgeving van het risicokader die gevolg geeft aan deze conclusies wordt verwezen naar het rapport hierover: "Risicomanagement van de staatsschuld, evaluatie van het beleid 2003-2007 & beleid 2008-2011".

## 4.2. Doelmatigheid van de geldmarktfinanciering

Genoemd is al dat schuldfinanciering voor een belangrijk deel plaatsvindt op de geldmarkt. Financiering op de geldmarkt staat, net als schuldfinanciering in den brede, in dienst van de algemene doelstelling. Voorts maakt deze geldmarktfinanciering deel uit van het brede risicokader. De geldmarkt dingt dus mee in zo goedkoop mogelijke financiering bij aanvaardbaar (algeheel) risico. Op de geldmarkt is door nieuw beleid sinds 2002 bereikt dat een extra efficiëncyslag kon worden gemaakt; er kon goedkoper worden gefinancierd zonder dat daartegenover onaanvaardbaar meer risico stond. Financiering op de geldmarkt gebeurt sinds 2002 tegen het zogenaamde EONIA-tarief, ofwel daggeldrente. Deze wordt hierna toegelicht.

### *Oud beleid (tot 2002)*

Tot 2002 werden ter regulering van het schatkistsaldo alleen deposito's en DTC's ingezet. Deze geldmarktinstrumenten werden primair afgesloten vanuit liquiditeitsbehoefte. De kostenoverwegingen en het gelopen risico van deze instrumenten speelden een ondergeschikte rol. De looptijd van de uitgegeven DTC's bepaalde indirect de blootstelling aan het renterisico op de geldmarkt. Tot 2002 betaalde de staat op de geldmarkt ruwweg de 6-maandsrente op haar geldmarktportefeuille en liep het bijbehorende renterisico.

### *Doelmatigheid oud beleid*

Door de stijgende rentecurve is de verwachting dat verkorting van de geldmarktportefeuille (korter lenen) gemiddeld genomen tot een verlaging van de rentelasten leidt. Tegelijkertijd mag verwacht worden dat het risico toeneemt omdat frequentere herfinanciering van een portefeuille (van kort geld) de portefeuille gevoeliger maakt voor rentewijzigingen en omdat korte rentetarieven gemiddeld genomen volatieler zijn dan langere tarieven. Op basis hiervan is in 2001 op de geldmarkt de gevoeligheid van de rentelasten voor de rente integraal onderzocht. Geconcludeerd werd dat inlenen tegen de *daggeldrente* de meest efficiënte combinatie van kosten en risico zou opleveren en dat tegenover een budgettaire besparing op de rentelasten een minder dan evenredige toename van het risico zou staan. Op basis hiervan werd besloten dat het optimaal zou zijn om de geldmarktbehoefte volledig in de daggeldmarkt te financieren.

### *Nieuw beleid (vanaf 2002)*

In navolging van het onderzoek uit 2001 financiert de staat zich sinds 2002 op de geldmarkt tegen de daggeldrente, de Euro Overnight Index Average (EONIA). Het geldmarktbeleid is bekend geworden als het verkortingsbeleid. Om het beleid te implementeren, is besloten tot het afsluiten van renteswaps. Door het afsluiten van renteswaps is het mogelijk om effectief tegen de daggeldrente te lenen en tegelijkertijd een volwaardige DTC-markt (waar de staat zich goedkoop financiert en zich van liquiditeit verzekert) in stand te houden. In vergelijking met het beleid tot 2002 bestaat het nieuwe beleid daarmee feitelijk uit de toevoeging van renteswaps aan de geldmarktportefeuille. De resultaten van het nieuwe beleid zijn eenvoudigweg af te meten aan het resultaat (winst of verlies) op deze renteswaps.

### *Doelmatigheid nieuw beleid*

In 2006 is een evaluatieonderzoek uitgevoerd naar de EONIA-benchmark. Dit is in begin 2007 afgerond. Het onderzoek had als doel om, ex-post, zowel de effecten van financiering tegen daggeld – het verkortingsbeleid – weer te geven, als om de effecten van invoering van een efficiëncyprikkel (benchmark) te evalueren. De evaluatie heeft bestaan uit een vergelijking van de rentelasten en het risico in de periode 1991-1998, de periode die ten grondslag lag aan het onderzoek dat leidde tot invoering van het nieuwe beleid, met die in de periode 1999-2006. Onderzocht is in hoeverre de ex ante ingeschatte kosten/risicoverhouding van het nieuwe beleid is uitgekomen.

Belangrijkste conclusie is dat financiering tegen daggeld ook in de periode 1999-2006 de meest efficiënte financieringsvorm is geweest. Het hanteren van een benchmark op de geldmarkt stelt het Agentschap in staat om op transparante wijze te rapporteren over de geldmarktactiviteiten door deze langs een objectieve meetlat (de benchmark) te leggen. Tegelijkertijd is een besparing gerealiseerd. Het nieuwe beleid heeft over de afgelopen 5 jaar (tot en met 2006) cumulatief € 55,9 miljoen opgeleverd. In de jaren 2002 t/m 2004 is het resultaat van de benchmark positief geweest (achtergrond hiervan is de dalende en daarna gelijkblijvende rente), terwijl in de jaren 2005 en 2006 het resultaat negatief is geweest (door de stijgende rente). Gemiddeld resulteert ruim € 10 miljoen per jaar aan reductie in de rentelasten in vergelijking met het beleid tot 2002.



## 5. Kosten

Essentieel is dat de financiering zo efficiënt mogelijk gebeurt bij acceptabel risico voor de begroting. De stuurvariabele die tot en met 2007 is gehanteerd om deze efficiency te bewaken is het basisrisicobedrag. Het basisrisicobedrag als stuurvariabele heeft samen met het financieringsbeleid goed gewerkt als vangrail (zie ook figuur 1). De rentelasten zijn beheersbaar gebleken en waren op geen enkel moment in de tijd uitzonderlijk hoog. Binnen het schuldmanagement is het risicokader een vangrail wat betekent dat ook in de meest onwaarschijnlijke (economische) situaties het kader effectief moet zijn.

De netto rentekosten over de staatsschuld bedragen jaarlijks ca. € 10 miljard (ca. 2% BBP) en liggen voor een groot deel vast. Deze kosten zijn immers grotendeels het gevolg van tekortontwikkeling in het verleden en de keuzes die toen gemaakt zijn in het financieringsbeleid. Als gevolg van nieuwe inzichten in het begrotingstekort en door de herfinanciering van bestaande schuld kunnen daarnaast de rentekosten stijgen of dalen. Het begrotingstekort is daarbij voor het Agentschap een gegeven. De herfinanciering wordt bepaald door de omvang van het basisrisicobedrag. Veronderstel dat het basisrisicobedrag in enig jaar € 50 miljard bedraagt tegen een gemiddelde couponrente 4%. Als dit bedrag tegen gemiddeld 5% opnieuw moet worden gefinancierd, belopen de extra kosten € 0,5 miljard (0,1% BBP). Veronderstel nu dat het begrotingstekort € 5 miljard tegenvalt (1% BBP), dan leidt de financiering van deze tegenvaller tegen gemiddeld 5% rente tot extra rentelasten van € 0,25 miljard (0,05% BBP). Bij het maken van de raming wordt gebruik gemaakt van de meest recente inzichten in het begrotingstekort en van rekenrentes die geraamd worden door het CPB. De ramingen voor uitgaven en ontvangsten op artikel 1 van begroting IXA Nationale Schuld worden periodiek gemaakt en bijgesteld (meer informatie over de opbouw van de ramingen is te vinden in het verdiepingshoofdstuk van Begroting IXA Nationale Schuld). Na afloop van elk jaar vindt verantwoording plaats in het jaarverslag van de Nationale Schuld.

De budgetten voor apparaatuitgaven (ca. € 21 miljoen) zijn klein ten opzichte van de programma-uitgaven (netto rentekosten jaarlijks ca. € 10 miljard). De hoogte van de budgetten voor apparaatuitgaven wordt in belangrijke mate bepaald door de organisatie van het Agentschap. De directie die nodig is voor het schuldbeheer, de schuldfinanciering, de schuldadministratie, boekhouding en de verantwoording in begroting en jaarverslag bestaat uit 41 FTE (jaarlijks ca. € 4 miljoen personele en materiële kosten). Een vergelijking met andere OESO landen is hierbij niet eenvoudig te maken door verschillen in de wijze waarop schuldmanagement is georganiseerd. Bovendien hebben schuldmanagers in sommige landen ook additionele taken. De omvang van de organisatie verantwoordelijk voor schuldmanagement in andere OESO landen varieert van ruim 20 tot 100 medewerkers<sup>10</sup>. Ook is een verfijnd elektronisch systeem nodig om het schuldbeheer op adequate wijze uit te voeren. Voor de handel met de markt zijn toegang tot Bloomberg en Reuters onontbeerlijk. De apparaatuitgaven omvatten daarnaast overige kosten voor schulduitgifte. Het grootste deel betreft een vergoeding voor banken die DSLs afnemen. Het verstrekken van een

---

<sup>10</sup> Debt Management and Government Securities Markets in the 21st Century, OECD 2002

vergoeding is standaard en wordt ook door de ons omringende landen toegepast. In Nederland is de vergoeding van vergelijkbaar niveau als in andere landen. Bovendien zijn er voldoende prikkels voor de Primary Dealers ingebouwd om de voor de staat relevante werkzaamheden zo optimaal mogelijk te verrichten.

## 5. Samenvatting en conclusies

### 1. Algemene doelstelling

Uit de evaluatie over de afgelopen periode kan als conclusie worden opgetekend dat de algemene beleidsdoelstelling ("Het voorzien in de financieringsbehoeften van de staat en een effectief en efficiënt beheer van de staatsschuld") adequaat is. Concreet betekent dit dat voor een optimale aansturing van het Agentschap én een efficiënte financiering het (bedrijfseconomische) motto; 'zo goedkoop mogelijk bij aanvaardbaar risico' adequaat is gebleken (zie ook het rapport "Risicomanagement van de staatsschuld, evaluatie van het beleid 2003-2007 & beleid 2008-2011"). De conclusie dat de staatsschuld moet worden gefinancierd tegen zo laag mogelijke kosten bij een acceptabel niveau van risico voor de begroting wordt breed gedragen zowel binnen als buiten het Agentschap.

### 2. Risicokader van 9% BBP

De algemene doelstelling wordt gerealiseerd met gebruikmaking van het kader voor risicomanagement. Dit kader stoelde de afgelopen periode op een basisrisicobedrag van 9% BBP dat jaarlijks werd (en moest worden) gerealiseerd. Samen met de financieringsregels (het uitgiftebeleid), heeft ook dit kader goed gewerkt; kosten en risico zijn beheersbaar gebleven.

Binnen het risicomanagement raamwerk is het Agentschap er met behulp van de EONIA-benchmark in geslaagd op de geldmarkt een extra efficiencyslag te maken. Gemiddeld over een periode van 4 jaar is gebruik van deze benchmark rendabel geweest. Ook de ervaringen van het werken met een benchmark zijn positief. Het gebruik van de benchmark draagt bij aan de transparante verantwoording van het schuldbeleid, en aan een efficiënte bedrijfseconomische bedrijfsvoering. Het nieuwe beleid heeft over de afgelopen 5 jaar (tot en met 2006) cumulatief €55,9 miljoen opgeleverd.

Ondanks het algemeen positieve resultaat van de evaluatie is de invulling van de algemene doelstelling nog wel voor verbetering vatbaar. Het risicokader in den brede kan nog enigszins efficiënter. Bovendien kan de werkbaarheid ervan (praktische uitvoerbaarheid evenals haalbaarheid) worden verbeterd. In praktijk blijkt de realisatie van een basisrisico van 9% BBP soms lastig omdat onvoorziene wijzigingen in het begrotingssaldo van invloed zijn op het basisrisico. Als mee- of tegenvallers in het begrotingssaldo zich pas laat in het jaar openbaren, is het soms niet meer mogelijk om bij te sturen, waardoor de doelstelling van 9% BBP niet wordt gerealiseerd. Doordat het huidige beleid niet alleen de trend volgt, maar door de koppeling aan het BBP en de invloed van het begrotingssaldo ook de conjunctuur, is het schuldbeheer binnen het huidige risicokader bovendien volatieler dan wenselijk is.

## Bijlage 1

### Beoordeling Beleidsdoorlichting Agentschap

Dr. C.K. Folkertsma (De Nederlandsche Bank)

#### *Algemeen*

De voorliggende beleidsdoorlichting is een omvattende, zorgvuldige en kritische evaluatie van de algemene en operationele beleidsdoelstellingen van het schuldmanagement behorende bij artikel 1 van de begroting IXA Nationale Schuld. De doorlichting steunt op twee door het Agentschap uitgevoerde analyses 'Risicomanagement van de staatsschuld: evaluatie van het beleid 2003-2007 & beleid 2008-2011' en 'Evaluatie van de EONIA-benchmark op de geldmarkt – de periode 2002-2006'. Deze analyses onderbouwen mijns inziens in voldoende mate de conclusies in hoofdstuk 5 van de beleidsdoorlichting omtrent de adequaatheid van de beleidsdoelstelling en de doelmatigheid van het gevoerde beleid.

#### *Specifieke opmerkingen*

Reikwijdte van schuldmanagement. In de beleidsdoorlichting wordt het betrekken van maatschappelijke effecten van de schuldfinanciering als additionele doelstelling bij het schuldmanagement verworpen. Dit betekent echter niet dat deze volledig buiten beschouwing blijven. Bijvoorbeeld zal zich een eventuele behoefte van pensioenfondsen naar langlopende leningen vertalen in een lagere lange rente. Een kostenminimaliserende schuldmanager zal daarom in deze behoefte willen voorzien. Ook transparantie en zorg voor voldoende liquiditeit ondersteunen het streven naar minimale kosten. Deze leiden immers tot een lagere liquiditeitspremie en zo tot lagere rentelasten. Tenslotte kunnen maatschappelijke effecten ook in de vorm van randvoorwaarden in een kostenminimaliserend schuldmanagement worden ingepast. Onder andere met dit oogmerk heeft het Agentschap geparticipeerd in een werkgroep die de inzet van indexleningen heeft geanalyseerd.

Risicokader. Het lenen van lange gelden tegen zo laag mogelijke kosten binnen aanvaardbare risico's vraagt om een raamwerk waarin de uitruil tussen kosten (rentelasten) en risico's expliciet wordt gemaakt. Een dergelijk raamwerk vereist een risicomastaf en de vastlegging van de risicotolerantie. Vervolgens kunnen de kosten (rentelasten) van de schuldportefeuille worden geminimaliseerd onder de restrictie dat deze risicotolerantie niet wordt overschreden. Het risicokader in de beschouwde periode zag er echter anders uit. Centraal stond het basisrisicobedrag van 9% bbp als stuurvariabele. Dit is het bedrag dat de staat jaarlijks maximaal wil blootstellen aan rentewijzigingen. Dit basisrisicobedrag meet echter niet het risico zelf maar eerder de exposure aan het marktrisico. Een andere tekortkoming van het basisrisicobedrag is dat het zelfs in combinatie met het financieringsbeleid de karakteristieken van de schuldportefeuille niet eenduidig bepaald. Het is derhalve niet op voorhand duidelijk of dit risicokader voor een kostenminimaal

schuldmanagement bij aanvaardbaar risico zorgt. Het risicokader is daarom ook uit conceptueel perspectief voor verbetering vatbaar en niet alleen uit hoofde van de praktische bezwaren tegen het sturen op het basisrisicobedrag van 9% bbp.

Een aanzienlijke verbetering biedt het voorgestelde nieuwe risicokader 2008-2011 waarin de uitruil tussen kosten en risico's expliciet wordt gemaakt en een efficiënte benchmarkportefeuille ijkpunt van het beleid is. Ondanks de theoretische tekortkomingen van het risicokader 2003-2007 blijkt uit de ex post exercitie dat gedurende deze periode kosten en risico's goed beheerst werden.

## **Bijlage 2**

### **Beoordeling Beleidsdoorlichting Agentschap**

Directie Financieel-Economische Zaken, ministerie van Financiën

Naar het oordeel van de Directie Financieel-Economische Zaken (FEZ) van het ministerie van Financiën, geeft de beleidsdoorlichting Agentschap een getrouw beeld ten aanzien van de uitvoering van het schuldbeleid door het Agentschap van Financiën in de periode 2002-2007. Het gevoerde beleid is op een objectieve en transparante wijze geëvalueerd.

FEZ is direct betrokken geweest bij de evaluatie van zowel de EONIA-benchmark als van het risicomanagementkader door deelname aan de respectievelijke klankbordgroepen. FEZ oordeelt verder dat de betrokkenheid van 'onafhankelijken' bij de totstandkoming van de evaluaties en de daaruit voortvloeiende aanpassingen van het beleidskader, voldoende is gewaarborgd. Dit geldt tevens voor deze beleidsdoorlichting.

Tenslotte is FEZ van mening dat deze beleidsdoorlichting als voorbeeld kan dienen voor een beleidsdoorlichting van een uitvoeringsorganisatie. Een vaak gehoorde opmerking is dat het recent ingevoerde instrument beleidsdoorlichting niet bruikbaar en dus niet relevant zou zijn voor een uitvoeringsorganisatie. Deze beleidsdoorlichting bewijst het tegendeel.