

Vergaderjaar 2014–2015

**31 935**

## **Beleidsdoorlichting Financiën**

**Nr. 20**

### **BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN**

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 19 juni 2015

Hierbij bied ik u de beleidsdoorlichting Risicomanagement van de staatsschuld aan. Deze beleidsdoorlichting is aangekondigd in begrotingshoofdstuk IX (Financiën en Nationale Schuld) en behandelt artikel 11 (financiering staatsschuld)<sup>1</sup>. De beleidsdoorlichting heeft betrekking op het raamwerk voor risicomanagement bij de financiering van de staatsschuld over de periode 2012–2015.

Tevens zal ik, zoals verzocht door uw Kamer bij het debat over de Najaarsnota 2014, inzicht geven in mijn plannen voor het nieuwe beleidskader dat ingaat op 1 januari 2016. Het nieuwe beleid is gebaseerd op de uitkomsten van de doorlichting en beslaat in principe een periode van 4 jaar. Om deze redenen beperkt deze brief zich noodzakelijkerwijs tot de hoofdlijnen van het nieuwe kader en zullen de details de komende maanden nader worden uitgewerkt. Voor het einde van het begrotingsjaar zal ik nadere informatie hierover met uw Kamer delen.

Bij de beleidsdoorlichting is dankbaar gebruik gemaakt van de inbreng van twee externe deskundigen, drs. J.F.P. Hers van het Centraal Planbureau en drs. J. Veerman van De Nederlandsche Bank. Hun gezamenlijke oordeel is als bijlage aan het rapport toegevoegd.

#### *Het huidige beleidskader*

De kern van het huidige renterisicokader bestaat sinds 2008 en is gebaseerd op het volgen van een benchmark. In de benchmark wordt de staatsschuld gefinancierd door dagelijks een fictieve 7-jaars lening uit te geven. De looptijd is gebaseerd op een afweging tussen kosten en risico's. Kortlopende leningen zijn normaal gesproken goedkoper, maar brengen meer renterisico met zich mee. Ze moeten vaker geherfinancierd worden waardoor rentebewegingen sneller doorwerken in de rentekosten. De benchmarkportefeuille met uitgifte van alleen 7-jaars leningen is in

<sup>1</sup> Raadpleegbaar via [www.tweedekamer.nl](http://www.tweedekamer.nl)

praktijk niet kostenefficiënt te realiseren. De Nederlandse staat geeft markconforme leningen uit, in looptijd variërend van 3 maanden tot ruim 30 jaar. Renteswaps worden ingezet om de benchmark zo goed mogelijk te benaderen door rentes bij uitgifte om te zetten in 7-jaars rentes.

Sinds de laatste herziening van het risicokader in 2012 is het mogelijk om af te wijken van de benchmark door niet meer iedere langjarige lening terug te swappen naar de 7-jaars rente. Deze beleidswijziging werd ingegeven door de historisch gezien lage rentes in combinatie met budgettaire vooruitzichten met meer dan gemiddelde onzekerheden. Toepassing van deze mogelijkheid tot afwijken leidt tot een verlenging van de looptijd van de portefeuille, waardoor meer zekerheid en daarmee lagere risico's voor de begroting worden bereikt. Hier staat tegenover dat bij een langjarige lening een hogere rente is betaald, omdat bijvoorbeeld bij uitgifte van een 30-jaars lening de rente hoger is dan de 7-jaars rente.

In de periode 2012–2014 is de staatsschuld opgelopen van € 330 miljard naar € 379 miljard, terwijl deze begin 2008 nog € 212 miljard bedroeg. Door toepassing van de afwijkingen is de gemiddelde looptijd van de staatsschuld in de periode van begin 2012 tot eind 2014 toegenomen van ongeveer 3,5 naar 4,5 jaar. Als gevolg van de gedaalde rente zijn de kosten voor de financiering van de staatsschuld niettemin afgenomen van € 9,6 miljard in 2012 naar € 8,4 miljard in 2014.

#### *Conclusies van de beleidsdoorlichting*

De beleidsdoorlichting laat zien dat het huidige risicokader de afgelopen jaren in grote lijnen heeft voldaan aan de hoofddoelstelling om de staatsschuld te financieren tegen zo laag mogelijke rentekosten onder acceptabel risico voor de begroting. De opzet van het beleid sluit aan bij internationale richtlijnen voor schuldmanagers zoals die door het IMF en de Wereldbank zijn opgesteld. De doelmatigheid komt onder andere tot uiting in het feit dat de combinatie van schulduitgifte en swaps in de periode 2012–2014 nagenoeg dezelfde rentelasten kende als financiering volgens de benchmark. Door het toepassen van de afwijkingen op de benchmark is dit gepaard gegaan met lagere renterisico's op lange termijn. Dit beleid heeft bijgedragen aan budgettaire zekerheid doordat rentelasten voor een relatief lange periode worden vastgelegd.

In de doorlichting wordt geconstateerd dat het beleid in grote lijnen doeltreffend is geweest, maar dat de afgelopen jaren een aantal negatieve neveneffecten is opgetreden. Ten eerste hebben de afwijkingen er toe geleid dat de feitelijke schuldportefeuille (inclusief swaps) substantieel is gaan afwijken van de huidige benchmark. Dit vermindert de transparantie en afrekenbaarheid van het beleid. Ten tweede staat de swapstrategie die is gebruikt om de benchmark in praktijk te repliceren onder druk. Zo interfereert bijvoorbeeld de omvang van de swapportefeuille met de consistentie van het financieringsbeleid. De gedaalde rente heeft geleid tot grote onderpandinkomsten. Deze onvoorspelbare inkomsten zijn een vorm van schuldfinanciering en verdringen in praktijk de reguliere geldmarktinstrumenten. Ook leiden rentebewegingen tot grote uitslagen in het dagelijks te innen of terug te betalen onderpand, wat het dagelijkse cash management van de staat bemoeilijkt. Daarnaast is het de vraag of de huidige swapstrategie op langere termijn houdbaar is. Het swaplandschap verandert snel, onder andere door nieuwe regelgeving. De liquiditeit in de markt is lager en het afsluiten van rentederivaten wordt duurder. Ook ontkomt de staat er mogelijk niet aan om in de toekomst onderpand te storten, terwijl het nu nog contracten aangaat waarbij alleen de tegenpartij deze verplichting kent.

## *Reactie op de beleidsdoorlichting*

Hoewel het risicokader in grote lijnen doeltreffend is geweest, zie ik verschillende redenen om voor de komende jaren andere keuzes te maken. Allereerst maken ontwikkelingen ten aanzien van zowel kosten als risico's een nieuwe afweging noodzakelijk. De kosten van verlengen zijn op dit moment historisch gezien laag. Dit geldt voor zowel de relatieve als absolute kosten. De relatieve kosten worden bepaald door de mate waarin het renteniveau oploopt als leningen voor langere tijd worden vastgezet, bijvoorbeeld het verschil in rente tussen een 5-jaars en een 20-jaars lening. De absolute kosten worden bepaald door het niveau van de rentecurve. Hierdoor is het nu mogelijk om lage rentes voor langere tijd vast te zetten. Tegelijkertijd leiden de uitzonderlijk lage rentes van dit moment tot een toename van het renterisico. De potentiële omvang van een renteschok en het effect daarvan op de begroting is nu groter dan bij de hogere renteniveaus uit het verleden. Dit effect wordt nog versterkt door de toename van de staatsschuld.

Om bovenstaande redenen heb ik het voornemen om in de periode tot en met 2019 de looptijd van de schuld verder te verlengen en daarmee het sinds 2012 ingezette beleid voort te zetten. Ik streef er naar om de gemiddelde looptijd in 2019 uit te laten komen binnen een bandbreedte van 5,5 – 6,5 jaar, in vergelijking met een looptijd eind 2014 van 4,5 jaar. Een verlenging tot minimaal 5,5 jaar acht ik gewenst om te voorkomen dat de risico's voor de begroting teveel toenemen. Een dergelijke verlenging is in lijn met keuzes die veel andere landen hebben gemaakt. Mocht de situatie op de financiële markten significant wijzigen en rentes sterk toenemen dan zal ik tussentijds het risicokader heroverwegen.

Gegeven de samenstelling van de huidige portefeuille kunnen veranderingen in de looptijd slechts geleidelijk gerealiseerd worden. Daarom heb ik sinds begin 2015 aanvullende mogelijkheden benut om binnen het huidige kader te verlengen. Zo worden nu bij de uitgifte van 10-jaars leningen – onder voorwaarden – geen swaps meer afgesloten. Deze afwijking van de benchmark werd tot en met 2014 alleen toegepast op leningen langer dan 10 jaar. Daarnaast is het Agentschap van de Generale Thesaurie begonnen om langjarige renteswaps vroegtijdig te beëindigen. Dit heeft een vergelijkbaar effect op de looptijd als het niet afsluiten van swaps bij nieuwe langjarige leningen. Om tot een verdere verlenging van de looptijd van de portefeuille te komen, kan het vroegtijdig beëindigen van langjarige renteswaps ook in het nieuwe beleidskader als instrument worden ingezet.

Ten slotte wil ik de afhankelijkheid van renteswaps verder verminderen om eerdergenoemde problemen te adresseren. Dit betekent dat bij nieuwe leningen niet meer automatisch renteswaps worden afgesloten. Hierdoor zal de omvang van de swapportefeuille worden teruggebracht. Dit laat onverlet dat swaps in het nieuwe beleidskader een regulier instrument blijven om renterisico's bij te sturen. Overigens is dit in lijn met gangbare praktijken van schuldmanagers in andere landen.

### *Tot slot*

Later in het begrotingsjaar zal ik nadere informatie met de Kamer delen over de invulling van het risicokader voor 2016–2019. Hierbij zal onder andere worden ingegaan op de manier waarop de gewenste verlenging wordt nagestreefd, de relatie met het financieringsbeleid en de mate waarin deze afhankelijk zal zijn van het renteklimaat. Daarnaast zal ook aandacht worden besteed aan de wijze waarop korte termijn risico's voor de begroting worden beheerst en de manier waarop ik over het nieuwe

risicokader aan uw Kamer verantwoording zal afleggen. Mijn voornemen is om met eenduidige maatstaven in de vorm van een aangepaste benchmark of target te komen om renterisico's te meten. Bij het vaststellen hiervan is afrekenbaarheid een belangrijk criterium zodat over de resultaten op transparante wijze verantwoording kan worden afgelegd aan uw Kamer. Een belangrijk uitgangspunt bij de nadere invulling van het beleid is consistentie in het patroon van schulduitgifte. Dit bevordert een liquide markt voor de Nederlandse staatsleningen en draagt zo bij aan lagere financieringskosten voor de Nederlandse staat.

De Minister van Financiën,  
J.R.V.A. Dijsselbloem