

RISICOMANAGEMENT VAN DE STAATSSCHULD

EVALUATIE VAN HET BELEID 2003-2007

&

BELEID 2008-2011

September 2007

Agentschap

Ministerie van Financiën

INHOUDSOPGAVE

Executive summary	2
I. Theoretische en praktische benaderingen van risicomanagement	8
II. Reikwijdte van schuldmanagement en aansluiting bij begrotingsbeleid	21
III. Het risicomanagement kader 2003-2007; architectuur en evaluatie	27
IV. Nieuw risicokader	43
<i>Annex</i>	
<i>Annex 1. Risico's behorende bij het schuldmanagement</i>	56
<i>Annex 2. Management samenvatting uit het rapport Indexleningen (oktober 2005)</i>	57
<i>Annex 3. Kostenminimalisatie bij aanvaardbaar risico; Welke stuurvariabele(n) gebruiken andere landen?</i>	62
<i>Annex 4. Waarom en hoe tellen swaps mee in het risicobedrag?</i>	65
<i>Annex 5. Waarom liggen gecentreerde portefeuilles op de frontieer en andere niet?</i>	66
<i>Annex 6. Onderzoek naar het verloop van de yieldcurve</i>	67
Geraadpleegde literatuur	69

Executive summary

Voor de financiering van het tekort en de herfinanciering van de bestaande staatsschuld hanteert de Nederlandse staat een risicokader. Het risicokader is een set van beleidsregels die zich richt op de financiering van de staatsschuld tegen zo laag mogelijke kosten onder aanvaardbaar risico voor de begroting. Het risicokader wordt periodiek geëvalueerd. Een dergelijke evaluatie (plus de vormgeving van nieuw beleid) vindt grofweg elke vier jaar plaats. Dit keer zijn de evaluatie en de ontwikkeling van het nieuwe beleid een jaar naar achteren geschoven om de huidige minister de gelegenheid van besluitvorming daarover te bieden. Het nieuwe risicokader zal gelden voor de periode 2008-2011. De evaluatie en het nieuwe beleid zijn gebundeld in dit rapport.

Reikwijdte van schuldmanagement; kostenminimalisatie bij acceptabel risico voor de begroting

De strategie van schuldfinanciering die Nederland (evenals de meeste andere landen) toepast is een zo efficiënt mogelijke financiering van de Staatsschuld onder acceptabel risico voor de begroting. 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 saldostabilisatie of als instrument voor de beheersing van risico's in de overheidsbalans (ALM). De verschillende benaderingen van schuldmanagement zijn verwoord in Hoofdstuk I. 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. Bekrachtigd werd dat de schuldmanager primair verantwoordelijk is voor het minimaliseren van de rentelasten in de begroting en het beperken van schommelingen in die lasten (zie ook paragraaf II.2.1). Saldostabilisatie door slimme schuldfinanciering is geen haalbare kaart aangezien daartoe vergaand inzicht nodig is in de effecten die het saldo destabiliseren. Naar de voorradenbenadering van Asset and Liability Management (ALM) hebben enkele overheden wel gekeken maar, uit oogpunt van de complexiteit, wordt afgezien van ALM als strategie achter het risicomanagement. 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. E.e.a. 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 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 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. De redenen daarachter zijn opgenomen in paragraaf II.2.2. Lage kosten en een aanvaardbaar risico blijven beide relevant. Bij wat aanvaardbaar is, moet bedacht worden dat het risicokader ook in de meest onwaarschijnlijke (economische) situaties effectief moet zijn.

Risicokader 2003-2007: architectuur

Het huidige risicokader werd vastgesteld in 2002 en gold aanvankelijk tot en met 2006. Om met het nieuwe kader aansluiting te kunnen zoeken bij het nieuwe kabinet, is besloten het huidige kader te laten doorlopen in 2007.

Het risicokader heeft als uitgangspunt het minimaliseren van de kosten bij acceptabel risico voor de begroting. De centrale stuurvariabele is een jaarlijks basisrisicobedrag van 9% BBP. Dit basisrisicobedrag bepaalt welk deel van de schuld jaarlijks gevoelig is voor wijzigingen in de marktrente. Het is opgebouwd uit de her te financieren schuld plus de swaps. Mee- of tegenvallers in het begrotingssaldo vormen nadrukkelijk geen onderdeel van het basisrisicobedrag in die zin dat hierop niet wordt gestuurd. 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 omloopsnelheid van de portefeuille.

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, dat per lening een liquide omvang wordt bereikt en dat het volume op de geldmarkt voldoende is om onverwachte schommelingen in de financieringsbehoefte op te vangen. De regels kennen ook een beperkte 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.

Risicokader 2003-2007; Evaluatie

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

Risicobeheersing goed

Het risicokader tezamen met de financieringsregels heeft 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 portefeuille toelaat, belopen de verschillen tussen deze portefeuilles voor wat betreft de kosten en het risico maximaal 500 miljoen euro over een periode van 5 jaar, bij 50 miljard euro rentelasten is dat ca. 1%.

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. Meer dan 9% is te risicovol en minder dan dat is te duur. 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 worden verkort om alsnog het bedrag van 9% BBP te halen. Tegenvallers, daarentegen, nopen tot verlenging. 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 is eigenlijk alleen gerechtvaardigd als het een reactie is op een trend. Zo is het zinvol om geleidelijk te verkorten als de schuld trendmatig daalt en te verlengen als hij trendmatig stijgt. Het huidige beleid volgt de conjunctuur en is daarmee volatieler dan wenselijk.

Efficiency kan beter

Hoewel de huidige strategie binnen de gestelde kaders efficiënt is, ligt deze niet op de efficiënt frontier. Er kan dus een beperkte efficiencywinst worden gerealiseerd. Het model dat voor de analyse van het risicoprofiel is gehanteerd laat zien dat het risicoprofiel van een efficiënte strategie, in tegenstelling tot het bestaande risicoprofiel, een gelijkmatige spreiding kent over een bepaald aantal jaren, om daarna terug te vallen naar nul. In principe kan met behulp van

renteswaps elk wenselijk risicoprofiel worden bereikt. De efficiencywinst kan dus worden gerealiseerd zonder het uitgiftebeleid aan te tasten.

Nieuwe kader maakt verbetering ten aanzien van efficiency en werkbaarheid

In het nieuwe kader zal gebruik worden gemaakt van een benchmark (ijkpunt). Deze benchmark wordt zo gekozen dat gestuurd wordt op een portefeuille met een gecentreerd risicoprofiel. Waar het gebruik van een *benchmark* de werkbaarheid van het kader vergroot, vergroot *keuze voor de gecentreerde portefeuille als benchmark* de efficiency. De benchmark wordt zo gekozen dat deze met de inzet van swaps kan worden gerealiseerd; het uitgiftebeleid wordt niet gewijzigd.

Een benchmark is een objectieve maatstaf waaraan de prestaties van de schuldmanager worden gespiegeld. De keuze van benchmark behelst de keuze voor een specifieke portefeuille. Uit oogpunt van efficiency, beperkt die keuze zich tot gecentreerde portefeuilles. De keuze van een benchmark houdt ook in dat bepaald wordt tegen welke rente wordt gefinancierd. Nadat een portefeuille is bepaald, zijn de kosten en het risico van de benchmarkportefeuille eenduidig gedefinieerd. De benchmark schrijft exact voor wat de schuldmanager in theorie moet doen; namelijk steeds een beetje in dezelfde looptijd uitgeven.

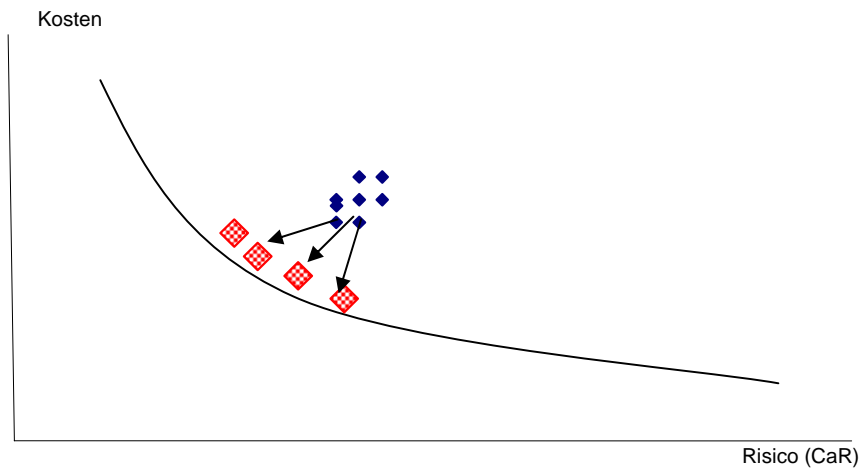
In praktijk kan de benchmark uitsluitend worden gerepliceerd door op *exact* dezelfde manier tegen *exact* hetzelfde rendement te financieren. Dit betekent niet dat de schuldmanager in praktijk ook *exact* dezelfde strategie zal toepassen. De invulling van de werkelijke financieringsstrategie zal een combinatie zijn van gecontinueerd uitgiftebeleid en het gebruik van instrumenten zoals swaps.

Als de benchmark goed wordt gekozen en ingericht zal deze een *adequate vangrail* voor het risico zijn. Voorts wordt de sturing nog eenduidiger; de schuldmanager benadert het risico en de kosten van één eenduidige portefeuille. Een benchmark is *transparant*. Die transparantie wordt gewaardeerd door de markt én maakt de (politieke) aansturing van de schuldmanager gemakkelijker. In termen van *efficiency* mag worden verondersteld dat winst behaald kan worden door te sturen op een gecentreerde portefeuille. Het model laat zien dat, over een horizon van vijf jaar en bij een opwaarts lopende rentecurve, portefeuilles met een gecentreerd risicoprofiel in een evenwichtssituatie efficiënter zijn dan portefeuilles met een grillig profiel. Bevorderlijk voor de efficiency is bovendien dat van de benchmark een prikkel uitgaat om te komen tot een 'slimme' inzet van de financieringsinstrumenten.

Iets van die efficiency zal moeten worden ingeleverd ten gunste van een betere werkbaarheid van het risicokader voor de staatsschuld. Momenteel wordt de *werkbaarheid* belemmerd door

onvoorziene schommelingen in het saldo. In het nieuwe beleid wordt deze verstoring omzeild, door saldomutaties onderdeel te laten zijn van de doelvariabele. Verwerking in de benchmark van het saldo doet geen afbreuk aan de eenduidigheid ervan.

Het streven naar een benchmarkportefeuille



In begroting en jaarverslag zal over de prestaties ten opzichte van de benchmark worden gerapporteerd. Er kan prestatie worden geleverd op de *kosten* van schuldfinanciering, maar belangrijk is vooral hoe dicht het *risicoprofiel* van de benchmark wordt benaderd. Ten aanzien van de kosten worden simpelweg de kosten van de portefeuille afgezet tegen de kosten van de benchmark. De prestatie van de schuldmanager is constant, zolang zijn resultaat ten opzichte van de benchmark niet wijzigt. Net als elke portefeuille kent de benchmark verwachte rentelasten en een risico dat die lasten hoger zullen zijn. Een prestatie die de benchmark evenaart houdt dus niet in dat daarmee de rentelasten laag zullen zijn. Mocht de schuldmanager het uiteindelijk net iets beter gaan doen dan de benchmark, dan zullen de *verwachte* kosten lager zijn dan de kosten van de benchmark. Vervolgens wordt het risicoprofiel van de werkelijke portefeuille vergeleken met dat van de benchmark. Het is vrij eenvoudig om periodiek inzicht te geven in de mate waarin het risicoprofiel het beoogde profiel nadert.

Selectie van de benchmarkportefeuille (inclusief overige kenmerken) in de praktijk

Behalve enkele praktische randvoorwaarden waaraan de benchmark moet voldoen, is de selectie van de benchmarkportefeuille in hoofdzaak gebaseerd op wat wenselijk is. Daar is vooral van belang welke vorm van schuldfinanciering het beste past bij het begrotingsbeleid in den brede. Het kabinet streeft er enerzijds naar dat — conform het regeerakkoord in de aanloop naar het overschot in 2011 — goede begrotingsresultaten worden bereikt. Anderzijds wordt er op toegezien dat risico's voldoende beheersbaar blijven zodat een solide begrotingsbeleid niet in

gevaar komt. Elke bereikbare portefeuille kent een bepaald niveau van kosten en van risico, dat nog wijzigt met het veronderstelde scenario voor de saldo-ontwikkeling. Daar het risicokader vooral een vangrail moet zijn (in het ergste geval nog effectief), moet nadrukkelijk rekening worden gehouden met het risico van een saldooverslechtering en de vertaling daarvan naar de rentelasten. Voorts is het van belang in hoeverre, als onderdeel van het huidige begrotingsbeleid, naar een verkorting, verlenging of constant houding van de gemiddelde looptijd van de schuldportefeuille moet worden gestreefd. Relevant voor de benchmarkportefeuille is tot slot de afruil tussen de kosten en het risico. Bij een weloverwogen keuze voor een specifieke benchmarkportefeuille hoort immers dat goed nagedacht is over de verzekeringspremie die de staat bereid is te betalen voor elke euro aan geringer risico.

Op basis van het bovenstaande is ervoor gekozen om voor de sturing van het schuldbeleid in de periode 2008-2011 over te gaan op een benchmarkportefeuille die zich kenmerkt door voortdurende uitgifte in een 7-jaars lening. De keuze voor deze benchmark past bij het huidige begrotingsbeleid. Als gevolg van het huidige begrotingsbeleid daalt naar verwachting de schuldquote. In het huidige risicokader waarbij op een basisrisicobedrag van 9% BBP werd gestuurd, resulteert dit tot een geleidelijke verkorting van de portefeuille. Ook de keuze voor een 7-jaars benchmarkportefeuille leidt tot een verkorting van de schuldportefeuille (gebaseerd op verwachte trend van de schuld). Met de keuze voor de 7-jaars benchmark wordt dus de huidige beleidslijn voortgezet, maar naar verwachting tegen gemiddeld geringere kosten en kleiner risico.

In tegenstelling tot het kader waarbij op een risicobedrag van 9% BBP werd gestuurd, beweegt de benchmarkportefeuille niet mee met de conjunctuur. Dat is bewust omdat schommelingen in de conjunctuur en het saldo er mede toe hebben geleid dat het risicokader minder goed werkbaar was dan aanvankelijk beoogd. Dat neemt niet weg dat de huidige stuurvariabele niet aangepast zou kunnen worden aan veranderingen in de economische of budgettaire situatie. We achten het echter zinvol om de staatsschuld (als olietanker) alleen dan bij te sturen als sprake is van trendmatige wijzigingen in de economie. Dergelijke trends worden slechts mettertijd zichtbaar. Als onderdeel van de periodieke evaluatie van het risicokader zal daarom steeds worden bezien of er trendbreuken zijn die aanleiding geven om de benchmark bij te stellen.

I. Theoretische en praktische benaderingen van risico management

I.1 Samenvatting

Het risicomanagement van de Nederlandse staat volgt de aanbeveling van IMF en Wereldbank. In lijn daarmee is het schuldbeleid erop gericht de schuld zo efficiënt mogelijk te financieren met inachtneming van een acceptabel risico. Dit hoofdstuk behandelt hoe het in Nederland gevoerde beleid zich verhoudt tot de theorie van risicomanagement. Daarnaast wordt toegelicht hoe andere schuldmanagers bij overheden hun risicomanagementbeleid hebben uitgewerkt. Op basis van de bevindingen wordt een eerste conclusie getrokken over het nut van de verschillende benaderingen voor het risicokader van de Nederlandse staat.

Risicomanagement speelt een sleutelrol bij het beheren van de staatsschuld. Centraal hierin staat het marktrisico. Dit is het risico dat samenhangt met veranderingen in het (macro-)economische klimaat die van invloed zijn op de rentevoet. De literatuur onderscheidt drie benaderingen van risicomanagement. Elk van die benaderingen kent een eigen definitie van de begrippen *kosten* en *risico* én een eigen opvatting van het doel van schuldmanagement.

De gedachte achter de *saldobenadering* (1) is dat de schuldmanager, door slimme financiering van de staatsschuld, een bijdrage levert aan het stabiliseren van het begrotingssaldo. De financiering moet dan zodanig zijn ingericht dat de rentelasten in de begroting voortdurend tegengesteld bewegen aan het primaire saldo. De *Asset Liability Management* benadering (2) is gericht op het afstemmen ('matchen') van de risico-eigenschappen van de activa en passiva van de overheidsbalans, zodat economisch schokken beide zijden van de balans gelijkelijk beïnvloeden. De *kostenminimalisatie* benadering (3), tot slot, is gericht op het minimaliseren van de kosten van schuldfinanciering gegeven een bepaald risiconiveau. Met de kosten worden specifiek de rentelasten in de begroting bedoeld. Het risico is gedefinieerd als de mogelijke fluctuatie in die kosten.

In de praktijk wordt niet iedere benadering evenveel door schuldmanagers toegepast. Zo is gebleken dat de saldobenadering in de praktijk niet als leidraad geldt voor risicomanagement. Hiervoor wordt als belangrijkste oorzaak aangedragen dat het voor een land lastig te onderzoeken is hoe verschillende macro-economische variabelen de schuldkosten en het saldo zullen beïnvloeden. Als bovendien onbekend is welke schokken een land te wachten staan, is het onmogelijk om vooraf de juiste hedge voor het begrotingssaldo te bepalen. Hoewel sommige landen beleidsmaatregelen rationaliseren met verwijzing naar de saldobenadering, hanteren zij doorgaans kostenminimalisatie als hoofddoelstelling.

Ook de ALM-benadering vindt weinig weerklank in de praktijk. Dit komt enerzijds door de complexiteit van het vervaardigen van een overheidsbalans. Vervolgens geldt dat het afdekken van balansrisico's door 'matching' vaak erg kostbaar is. Tot op heden is geen enkele overheid in staat gebleken een integrale balans te vervaardigen van al zijn activa en passiva. Landen die nog 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.

Kostenminimalisatie blijkt verreweg de meest gehanteerde benadering van risicomanagement. Alle Europese landen gebruiken deze methode. Enerzijds heeft dit wellicht 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. Daarin 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.

Geconcludeerd kan worden dat de saldobenadering en de ALM-benadering in de praktijk moeilijk toepasbaar zijn. Het is niet mogelijk deze benaderingen als leidraad te nemen voor het risicobeleid in Nederland. Daarmee ligt de nadruk voor schuldmanagement op kostenminimalisatie, op voorwaarde van een acceptabel risico voor de begroting.

I.2 Uitwerking

De theoretische en praktische benaderingen van schuldmanagement zijn in de rest van dit hoofdstuk nader uitgewerkt. In paragraaf 1.2.1 wordt besproken wat volgens de literatuur de rol is van het risicomanagement van de staatsschuld. In paragraaf 1.2.2 worden de benaderingen van risicomanagement omschreven en wordt onderzocht in hoeverre deze benaderingen door schuldmanagers worden toegepast.

I.2.1 Risico en risicomanagement voor schuldmanagers

Risicomanagement en schuldmanagement zijn voor een schuldmanager nauw met elkaar verbonden. Volgens Wheeler 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* preferences¹. Deze bewoordingen kennen aan het beleid gericht op het identificeren en beheersen van risico een centrale rol toe binnen het proces van schuldmanagement.

Wat wordt bedoeld met het begrip risico? Risico is een uitvloeisel van onzekerheid en heeft betrekking op de gevolgen van die onzekerheid. Het risico is samengesteld uit twee componenten; de kans dat een bepaalde uitkomst optreedt en de omvang van het effect dat met deze uitkomst gepaard gaat. Het berekenen van de kans óp en de omvang ván een uitkomst neemt in de praktijk een centrale rol in bij de keuze van schuldstrategie.

Volgens de *Guidelines for Public Debt Management* (IMF/Wereldbank, 2001) wordt de manager van staatsschuld geconfronteerd met zes soorten risico; marktrisico, herfinancieringsrisico, liquiditeitsrisico, kredietrisico, settlement risico en operationeel risico (zie annex 1). Van deze vormen is voor de herijking van het risicokader alleen het marktrisico relevant. De definitie van marktrisico omvat voor het doel van de analyse alle risico's die samenhangen met veranderingen in het (macro-) economische klimaat. Onder deze definitie vallen, naast schommelingen in rentevoet en wisselkoersen, alle macro-economische schokken, zoals een plotselinge terugval in de binnenlandse consumptie. Deze definitie sluit het beste aan bij de verschillende benaderingen van risicomanagement die in de literatuur worden onderkend.

I.2.2 Theoretische concepten en praktische toepassingen van risicomanagement

In de literatuur worden drie theoretische benaderingen van marktrisico onderscheiden. Twee hiervan zijn *stroom*benaderingen, terwijl één benadering op *voorraden* (*balansbestanden*) is gebaseerd. De saldobenadering, ten eerste, is gericht op het stabiliseren van het begrotingssaldo. De *voorraden*benadering ten tweede is het *Asset and Liability Management* (ALM). Het doel van deze benadering is het afstemmen op elkaar van de risico-eigenschappen van de activa en passiva van de overheidsbalans. De derde benadering is die van kostenminimalisatie. Deze is gericht op het minimaliseren van de kosten gegeven een acceptabel risico voor de begroting.

¹ Wheeler G (2004), blz. 4.

I.2.2.1 De saldobenadering

Tax smoothing en de saldobenadering

De saldobenadering houdt verband met het argument van *tax smoothing*. Het basisprincipe achter tax smoothing is dat veranderingen in het belastingtarief verstorend zijn voor de economie. Regelmatige fluctuaties in het tarief veroorzaken onzekerheid zodat beslissingen van individuen over hun arbeidsaanbod, hun spaargedrag en hun investeringsgeneigdheid suboptimaal zijn. Dit is schadelijk voor de allocatieve efficiëntie van het economische verkeer. De overheid zou er dus naar moeten streven de belastingdruk door de tijd heen te egaliseren. Barro (1979) adviseerde dan ook om, als de overheidsuitgaven ten tijde van een recessie sterk toenemen, dit niet te compenseren met belastingverhogingen maar op te vangen met een tijdelijke verslechtering van het begrotingssaldo. Dit betekent dat over de betreffende periode een staatsschuld wordt opgebouwd, die in goede tijden weer kan worden afgebouwd. Het principe van tax smoothing is een vorm van automatische conjunctuurstabilisatie die schommelingen in het saldo veroorzaakt. Deze schommelingen zijn vervelend als er grote uitslagen in het saldo dreigen te ontstaan en/of als een overheid gehouden is aan een maximum tekort. Door slimme schuldfinanciering kunnen de schommelingen in het saldo mogelijk worden beperkt. Zo zouden schommelingen in de rentelasten tegenwicht kunnen bieden aan schommelingen in het primaire saldo.

Het doel van saldostabilisatie kan in beginsel worden bereikt door het maximaliseren van de correlatie van de rentelasten met het primaire begrotingssaldo². Wil saldostabilisatie voortdurend effectief zijn, dan moet de samenhang tussen schommelingen in de rentelasten, enerzijds, en het primaire saldo, anderzijds, nagenoeg perfect zijn. Alleen dan is de kans groot dat *in elke periode* schommelingen in de rentelasten schommelingen in het primaire saldo zullen tegengaan.³

Om te bepalen met welke schuldstructuur saldostabilisatie teweeg kan worden gebracht, moet inzicht bestaan in het verband tussen macro-economische variabelen enerzijds en de schuldkosten en het primaire saldo anderzijds. Een schok met een negatief effect op de groei heeft een negatieve invloed op de inkomsten en zorgt voor een opwaartse druk op de overheidsuitgaven. Het doel van een saldobenadering zou in dit geval zijn om de rentelasten gelijktijdig te laten afnemen. Stel bijvoorbeeld dat de economie getroffen wordt door een negatieve *vraagschok* zodat de binnenlandse consumptie terugvalt en daarmee de economische groei. De inflatie en de overheidsinkomsten zullen dalen, terwijl de overheidsuitgaven toenemen. De schuldkosten zouden in dit geval kunnen dalen als er inflatie- (of BBP-) geïndexeerde schuld

² Blommestein H. (red.) (2005), blz. 43- 44.

³ Een correlatie van bijv. 0,5 betekent dat schommelingen in het saldo en de rentelasten gedurende de helft van de tijd tegen elkaar wegvallen, maar elkaar gedurende de andere helft versterken. Ook bij een wat hogere correlatie is de kans nog relatief groot dat de bewegingen gedurende een bepaalde periode verkeerd uitpakken.

in de portefeuille wordt opgenomen en/of als het aandeel kortlopende schuld in deze situatie zou toenemen (gesteld dat de korte rente de dalende inflatie volgt⁴). Uitgifte van indexleningen en/of korte schuld stabiliseren het begrotingssaldo en gesproken kan worden van een (natuurlijke) hedge. In geval van een negatieve *aanbodschok*, zoals een stijging van de olieprijs of een terugval in de productiviteitsgroei, is een schuldstructuur met aan inflatie geïndexeerde leningen juist ineffectief.⁵ De negatieve schok zorgt voor een daling in de economische groei en daarmee in de overheidsinkomsten.⁶ Bovenop deze verslechtering van het primaire saldo komen hogere rentelasten die oplopen als gevolg van de hogere inflatie. Een portefeuille van nominale langlopende schuld, die bescherming biedt tegen de door inflatie veroorzaakte stijging in de rente, is dan wenselijk.

De belangstelling voor de saldobenadering wordt in de jaren '90 gevoed door de begrotingsregels verbonden aan de toetreding tot de Economische en Monetaire Unie (EMU). Deze schrijven voor dat het begrotingstekort maximaal 3% van het BBP mag bedragen. Aangezien de economische conjunctuur flinke uitslagen in het saldo kan veroorzaken, streven overheden er doorgaans naar om in slechte tijden de verslechtering in het begrotingssaldo te minimaliseren. Uiteraard kan schuldfinanciering georiënteerd op saldostabilisatie in theorie daarbij behulpzaam zijn.

De saldobenadering in de praktijk

In hoeverre is de saldobenadering doorgedrongen tot de praktijk van schuldmanagement? Op basis van de risicomangementprofielen van de verschillende schuldmanagers kan worden geconcludeerd dat deze in geen enkel geval de saldobenadering als leidraad hanteren. De literatuur geeft hiervoor verschillende verklaringen.

Alesina, Roubini en Cohen voeren aan dat schuldmanagers de saldobenadering links laten liggen omdat budgettair beleid niet wordt gedreven door *tax smoothing* motieven. Overheden nemen de welvaartverliezen die samenhangen met fluctuaties in de belastingtarieven volgens hen voor lief.⁷ Deze redenering geldt echter niet voor het motief van tekortstabilisatie, temeer daar het beleid van landen die deel uitmaken van de EMU erop is gericht de 3%-grens niet te overschrijden. Een andere reden voor het gebrek aan praktische navolging van de saldobenadering ligt volgens de Haan en Wolswijk (2005) aan het feit dat het voor een land lastig te onderzoeken is hoe de verschillende macro-economische variabelen de schuldkosten en het saldo beïnvloeden. Bovendien is onbekend welke schokken (vraag- dan wel aanbodschokken) een land te wachten

⁴ Of dat gebeurt, hangt af van de mate waarin de schok de hele renteregio (bijv. het Eurogebied) treft. Een landenspecifieke schok zal weinig effect hebben op de korte rente.

⁵ Wheeler (2004), blz. 80-81.

⁶ Dit effect op de overheidsinkomsten geldt overigens niet zondermeer voor Nederland, aangezien de inkomsten uit de Nederlandse gasvoorraad positief afhankelijk zijn van de olieprijs.

⁷ Alesina A, N. Roubini, G.D. Cohen (1997), blz. 229.

staan. Hierdoor is het praktisch onmogelijk om vooraf de juiste hedge voor het begrotingsaldo te bepalen. Een voorbeeld hiervan voor de Nederlandse situatie zal hieronder worden beschreven.

Hoewel de saldobenadering voor geen enkele schuldmanager de leidraad voor risicomanagement vormt, worden argumenten uit deze benadering wel gebruikt in het risicomanagement. Dat gebeurt om geïsoleerde beleidsacties te verantwoorden die niet volledig vanuit het bestaande risicokader kunnen worden gerationaliseerd. De saldobenadering wordt in deze gevallen aangedragen als ad-hoc argument. Dat geldt bijvoorbeeld ten aanzien van de beslissing om al dan niet indexleningen uit te geven.

In Frankrijk bijvoorbeeld, waar kostenminimalisatie het uitgangspunt van het risicobeleid vormt, concludeerde de Franse schuldmanager dat indexleningen vanuit het oogpunt van kostenminimalisatie weliswaar niet optimaal waren, maar dat ze mogelijk konden bijdragen aan het stabiliseren van het begrotingsaldo.⁸ Ook het Verenigd Koninkrijk geeft aan dat indexleningen een gunstige invloed hebben op de stabilisatie van het begrotingsaldo. Onduidelijk is of dit een rol heeft gespeeld bij de beslissing tot uitgifte ervan⁹. In Nederland, waar het beleid eveneens op kostenminimalisatie is gericht, heeft een werkgroep van het ministerie van Financiën, DNB en CPB gekeken naar de voor- en nadelen van de uitgifte van indexleningen. De werkgroep bracht eind 2005 een rapport uit met de analyse en belangrijkste bevindingen ten aanzien van indexleningen.¹⁰ Een samenvatting is opgenomen als annex 2. Als onderdeel van het onderzoek is geanalyseerd of door de inzet van indexleningen sprake kon zijn van salдостabilisatie. Geconcludeerd werd dat het moeilijk is vast te stellen hoe macro-economische variabelen de schuldkosten en het primaire saldo beïnvloeden. Uit analyse over een periode van 20 jaar bleek weliswaar een marginaal positieve correlatie tussen de inflatie en het begrotingsaldo, maar deze relatie bleek niet robuust. De bevindingen voor Nederland over deze periode toonden aan dat inflatie en saldo in de helft van de gevallen in dezelfde richting bewogen (en er dus sprake was van salдостabilisatie), en gedurende de andere helft in tegengestelde richting (destabilisatie). Indexleningen zouden dus niet zondermeer de met inflatie gepaard gaande schommelingen in het saldo kunnen opvangen. Tegelijkertijd werd in het rapport aangetoond dat een portefeuille met indexleningen voor de Nederlandse situatie inferieur zou zijn aan de bestaande portefeuille met het oog op de verhouding van kosten en risico. Dit in combinatie met het feit dat de Nederlandse staat (vanwege een beperkte financieringsbehoefte en de benodigde liquiditeit in andere leningen) slechts een beperkte hoeveelheid zou kunnen uitgeven, heeft ertoe geleid dat niet tot de uitgifte van indexleningen is overgegaan.

⁸ Renne J.P. en N. Sagnes N. (2006), blz. 6-7.

⁹ IMF/ The World Bank (2003), blz. 336.

¹⁰ Werkgroep Reële Begroting (2005).

Conclusie

Samenvattend kan worden gesteld dat de saldobenadering, hoewel vanuit theoretisch perspectief vrij uitvoerig beschreven, in de praktijk niet als leidraad voor risicomanagement wordt toegepast. Niettemin worden in sommige landen beleidsmaatregelen gerationaliseerd aan de hand van argumenten die gerelateerd zijn aan de saldobenadering.

I.2.2.2 De ALM-benadering

ALM in het bedrijfsleven

In het bedrijfsleven werd in de jaren '70 van de vorige eeuw een risicomanagementbenadering geïntroduceerd die bekend staat als *Asset and Liability Management (ALM)*. ALM heeft als doel om activa en passiva op de balans zodanig op elkaar af te stemmen dat beide kanten van de balans gelijkelijk worden beïnvloed door schokken. Daarmee zou de balans als geheel schokbestendig zijn. De balans van een pensioenfonds bestaat bijvoorbeeld aan de activakant uit een beleggingsportefeuille, met op ieder moment een bepaalde marktwaarde, en aan de passivakant uit verplichtingen, gelijk aan de netto contante waarde van de in de toekomst te betalen pensioenen. In een theoretisch perfecte situatie zou een schok — zoals een daling van de rente — die een stijging van de waarde van de verplichtingen teweeg brengt, moeten zorgen voor een evenredige stijging van de waarde van de beleggingen.

Een dergelijke perfecte match tussen de waardeontwikkeling aan beide zijden van de balans bestaat overigens vooral in theorie. In de praktijk blijven mismatches bestaan omdat ze óf kostbaar zijn om aan te pakken, óf niet herkend worden omdat de waardering van de balansposten problematisch is. Er zijn meerdere soorten mismatch. Zo zorgen verschillen in looptijd van de activa- en passivaposten voor rentegevoeligheid van de balans. Parallel hieraan kunnen verschillen in valutasamenstelling van de activa- en passivaposten zorgen voor wisselkoersgevoeligheid van de balans. De ALM-benadering tracht de verschillende onderdelen van de balans in kaart te brengen evenals hun schokgevoeligheid bij verschillende macro-economische scenario's.

ALM en de schuldmanager

Het praktisch toepassen van ALM betekent dat de schuldmanager de risico-eigenschappen van de schuld (onderdeel van de passivakant van de overheidsbalans) moet afstemmen op de risico-eigenschappen van de overige passiva en op die van de bezittingen (de activakant van de overheidsbalans).¹¹ Dergelijke afstemming matigt de invloed van schommelingen in rentevoet en

¹¹ Horman G (2002), blz. 3.

wisselkoers op de overheidsbalans (het eigen vermogen).¹² Het risicomangementement bestaat in deze optiek uit het inperken van de mate waarin het eigen vermogen door schommelingen in macro-economische variabelen kan worden aangetast.

Sinds de jaren '90 van de vorige eeuw hebben verschillende schuldmanagers nagedacht over de vraag of en hoe de ALM-benadering kan worden ingepast in het risicomangementementbeleid van overheden. Daarbij stuiten zij op verschillende problemen. Een theorie uit de *corporate finance* is door de overheid niet zonder meer toe te passen op het schuldbeleid omdat een bedrijf op belangrijke punten verschilt van een staat. Zo zijn activa en passiva bij een bedrijf vaak direct aan elkaar gerelateerd, denk bijvoorbeeld aan het uitgeven van aandelen om een uitbreiding te financieren, terwijl dit bij overheden doorgaans niet het geval is. Het belangrijkste probleem is echter dat het bijzonder complex is om alle activa van een overheid te inventariseren én juist te waarderen. Wat zou bijvoorbeeld de waarde van Vermeer's schilderij 'Het Melkmeisje' zijn op de balans? En wat te doen met de pensioenverplichtingen en andere *contingent liabilities*?

Deze problemen in ogenschouw nemend, onderscheidt Blommestein (2005) drie manieren waarop overheden invulling zouden kunnen geven aan een ALM-benadering. De eerste benadering is gericht op het overeenstemmen van de risico-eigenschappen van de verschillende *financiële* activa en passiva van de overheidsbalans. De tweede benadering is een uitbreiding naar de *financiële en fysieke* activa en passiva van de overheidsbalans. Gebouwen, wegen en andere fysieke infrastructuur worden hier dus ook meegewogen, wat de nodige complicaties oplevert. De derde variant is gericht op het afzetten van de netto contante waarde van de toekomstige primaire begrotingssaldi tegen de schuld. Deze exercitie geeft inzicht in de solvabiliteit; de overheid kan de schuld alleen dan afbetalen als hij in de toekomst per saldo voldoende inkomsten genereert. Deze laatste benadering is conceptueel een voorraadbenadering, maar bestaat natuurlijk ten dele uit (toekomstige) stroomvariabelen. Hieronder worden de drie genoemde varianten besproken.

Financiële activa en passiva

De eerstgenoemde ALM-benadering neemt alleen de *financiële* activa en passiva van de overheidsbalans in ogenschouw. Deze benadering wordt door overheden wel toegepast, maar doorgaans slechts voor beperkte delen van de schuldportefeuille. Het gaat vaak alleen om het management van schuld in buitenlandse valuta. Het marktrisico van leningen in vreemde valuta kan door middel van ALM worden geminimaliseerd door de looptijdenstructuur en de valutasamenstelling van deze leningen te matchen met de vreemde valuta-reserves van de overheid of de centrale bank. Het gaat in dit geval om het gebruik van de ALM methode op

¹² Wolswijk G. en J. de Haan (2005), blz. 6-7.

'subportefeuille' niveau. Een dergelijke benadering is uiteraard geen garantie voor schokbestendigheid van de balans als geheel.

Financiële en fysieke activa en passiva

Tot op heden hebben twee schuldmanagers geprobeerd de risico-eigenschappen van de financiële en fysieke activa en passiva van hun overheidsbalans met elkaar te matchen; Nieuw-Zeeland en, in mindere mate, Frankrijk.

Nieuw Zeeland heeft getracht de rentegevoeligheid van de drie belangrijkste reële activaklassen te kwantificeren; snelwegen, aandelen in de publieke elektriciteitsbedrijven en publiek bezit van grond en gebouwen.¹³ Om het vraagstuk beheersbaar te maken werden de overige activa van de overheid buiten beschouwing gelaten. Toch bleek het niet mogelijk een gedetailleerd beeld te krijgen van de overheidsbalans.¹⁴ Op basis van het globale beeld dat uit de berekeningen ontstond werden drie conclusies getrokken. In de eerste plaats werd vastgesteld dat de effectieve looptijd van de activa redelijk lang was, waardoor de schuldportefeuille ook een lange looptijd moest hebben. In de tweede plaats bleek de marktwaarde van sommige activa uitsluitend gevoelig voor veranderingen in de reële (i.p.v. de nominale) rentevoet. Dergelijke activa waren dus aan inflatie geïndexeerd; een constatering die leidde tot de uitgifte van indexleningen. In de derde plaats werd duidelijk dat de activa niet gevoelig zijn voor schommelingen in de wisselkoers. Dit impliceerde dat het niet zinvol was om schuld in buitenlandse valuta aan te houden. Nieuw-Zeeland heeft geconcludeerd dat de inzichten uit de ALM-studie moeten worden gezien als aanvulling op, en niet vervanging van, andere vormen van risicomanagement. Het vervaardigen van een balans bracht te veel problemen met zich mee om het risicobeleid op ALM te baseren. Kostenminimalisatie blijft de belangrijkste pijler onder het risicomanagement in Nieuw-Zeeland.

Het tweede land dat heeft geprobeerd ALM in de praktijk toe te passen is Frankrijk.¹⁵ De Franse ALM-benadering had vooral als invalshoek te bezien in hoeverre de activazijde van de balans inflatiegeïndexeerd was. Als van inflatiegeïndexeerde activa sprake zou zijn, was dat een argument voor de opname van indexleningen in de schuldportefeuille. Het vervaardigen van een overheidsbalans vertegenwoordigt voor de Franse schuldmanager vooral een wetenschappelijke interesse. Het Franse beleid blijft in hoofdzaak gericht op kostenminimalisatie.

¹³ Horman G (2002), blz. 6.

¹⁴ In de eerste plaats leidde de gebrekkige kwaliteit van de verzamelde data tot grote standaardafwijkingen in de schattingen van de rentegevoeligheid. In de tweede plaats bleef onduidelijk hoe de activa op de inflatie reageerden.

¹⁵ De informatie over de ervaringen van Frankrijk met ALM stamt vooral uit gesprekken met functionarissen van *Agence France Tresor* (Het Franse Agentschap).

Schuldpositie en netto contante waarde van alle overheidsinkomsten

De derde ALM-variant is gericht op het in verband brengen van de netto contante waarde van de toekomstige primaire saldi met de schuldpositie. De eigenschappen van de schuld worden in dit geval dus geanalyseerd tezamen met de eigenschappen van alle (toekomstige) inkomsten en uitgaven van de overheid. De benadering kan worden benut om te bezien of de schuldenstructuur in overeenstemming is met de netto inkomstenstromen van de overheid die beschikbaar zijn om de schuldpositie af te dekken (solvabiliteit). Uiteraard levert deze analyse alleen zinvolle resultaten op als een adequate inschatting kan worden gemaakt van de netto contante waarde van de toekomstige primaire saldi. In de praktijk blijkt het bijzonder complex om een dergelijke inschatting te maken. Complicerende factoren zijn exogene ontwikkelingen die de overheidsinkomsten beïnvloeden (zoals economische schokken, demografisch verloop, etc), de keuze van adequate discontovoet en de effecten van bestaand beleid voor de toekomstige inkomsten en uitgaven.¹⁶

Conclusie

Geen enkele schuldmanager maakt een integrale balans op van alle activa en passiva van de overheid. Geconcludeerd kan ook worden dat geen enkele variant van de ALM-benadering door landen als leidraad wordt genomen voor het risicomangement van de staatsschuld. Landen die nog het meest actief zijn in de analyse en het gebruik van ALM zijn Nieuw Zeeland en Frankrijk. Ook zij vertrouwen voor hun risicomangement echter slechts beperkt op de ALM-analyse.

I.2.2.3 Kostenminimalisatie

Het doel van de kostenminimalisatiebenadering is het minimaliseren van de verwachte rentelasten voor de begroting bij een acceptabel niveau van risico. Het risico bestaat uit onvoorziene schommelingen in de marktrente, die de verwachte rentelasten kunnen doen toe- of afnemen. Wat een acceptabel risiconiveau is, hangt af van de risicovoorkeur van een overheid.

Verschillende manieren om de rentelasten te minimaliseren

Er zijn verschillende manieren waarop een schuldmanager de rentelasten kan minimaliseren. Zo is het mogelijk de gemiddelde looptijd van de schuld te verkorten. Onder de veronderstelling van een stijgende rentecurve (rente neemt toe met looptijd), zullen (gemiddeld genomen) de rentelasten dalen. Verkorten van de looptijd leidt echter tevens tot een toename van het risico.¹⁷ In de eerste plaats is de korte rente volatieler dan de lange rente, waardoor de kans dat de

¹⁶ Merk op dat de complexiteit niet wordt veroorzaakt door veronderstellingen over *toekomstig* beleid. De analyse is in die zin beleidsarm.

¹⁷ Bolder D.J. (2003), blz. 4.

uiteindelijke rentelasten afwijken van de gemiddeld verwachte rentelasten hoger is dan bij langerlopende schuld.¹⁸ In de tweede plaats moet schuld met een kortere looptijd eerder en vaker geherfinancierd worden. Beide observaties tezamen betekenen dat een schuldmanager door kort te lenen *vaker* aan *meer* risico wordt blootgesteld.

Er zijn ook andere manieren waarop een schuldmanager zijn schuldkosten kan minimaliseren. Voor een aantal daarvan geldt dat geen sprake hoeft te zijn van extra risico. In de eerste plaats kan een grotere transparantie ten aanzien van het uitgiftebeleid leiden tot lagere kosten van schuldfinanciering. Een vergroting van de voorspelbaarheid van het schuldbeleid kan de onzekerheid bij marktparticipanten over het uitgiftebeleid verminderen en hierdoor de risicopremie in de rente verlagen. Te denken valt aan het tijdig publiceren van uitgiftekalenders of herzieningen daarvan, of het publiek maken van het risicomanagementbeleid. Een tweede mogelijkheid is het vergroten van de liquiditeit van de handel in staatsobligaties¹⁹. Hiervoor kan de liquiditeitspremie die beleggers eisen kleiner worden. Voldoende liquiditeit in de markt kan bijvoorbeeld bereikt worden door de uitgiftevolumes van individuele leningen aan een minimum te koppelen. In de derde plaats kunnen de schuldkosten worden verlaagd door leningen uit te geven waarnaar structureel veel vraag is. Wanneer beleggers bereid zijn hiervoor een premie te betalen, vertaalt zich dat in lagere kosten. Dergelijke leningen worden in de literatuur *preferred habitats* genoemd. Deze strategie zal doorgaans ook van invloed zijn op het risico van schuldfinanciering. Het uitgeven van indexleningen of ultralange leningen als daarvoor belangstelling bestaat in de markt, zijn hiervan een voorbeeld.

Schuldmanagers en kostenminimalisatie

Aan de benadering van kostenminimalisatie is in vergelijking met de twee andere benaderingen van risicomanagement in de wetenschap relatief weinig aandacht besteed.²⁰ Desalniettemin wordt deze benadering door verreweg de meeste schuldmanagers, waaronder alle Europese landen, gehanteerd. Zo is het doel van risicomanagement in Nederland 'het lenen van gelden (..) tegen zo laag mogelijke kosten binnen een aanvaardbaar risico.'²¹ Een ander voorbeeld is Zweden, dat als doel heeft; 'to minimize the cost of borrowing (..) within the existing risk limits.'²² De populariteit van de kostenminimalisatiebenadering onder schuldmanagers wordt verder gereflecteerd in de definitie van het doel van schuldmanagement in de *Guidelines for public debt management* van het IMF/de Wereldbank. Deze definitie luidt 'the main objective is to ensure that the government's financing needs (..) are met at the lowest possible cost (..) consistent with a

¹⁸ Hahm toont dit aan voor het renteverloop in de VS. Zie Hahm J.H. (2002), blz. 7-8.

¹⁹ De verschillende manieren om kosten te minimaliseren zijn ook terug te vinden in Leong D. (1999), blz. 15-16.

²⁰ Wolswijk G. en J. de Haan (2005), blz. 8.

²¹ Werkgroep Reële Begroting (2005), blz. 19.

²² Wheeler, G. (2004), blz. 15.

prudent degree of risk.²³ De *guidelines* noemen kostenminimalisatie onder acceptabel risico dus als primair doel van schuldmanagement.

De populariteit van de kostenminimalisatiebenadering valt enerzijds te verklaren uit de eerder vastgestelde beperkingen die de twee andere benaderingen kennen. Daarnaast is de kostenminimalisatiebenadering relatief eenvoudig. Het minimaliseren van de rentelasten sluit bovendien goed aan bij de gedachte dat gezonde overheidsfinanciën gepaard gaan met een lage staatsschuld. In de jaren '70 en '80 hadden veel landen een grote staatsschuld. Dit leidde niet alleen tot hogere risicopremies maar vergrootte tevens de kwetsbaarheid van landen voor het sentiment op de financiële markten. Bovendien legden de hoge schuldratio's een groot beslag op de overheidsfinanciën. De bewustwording van dit groeiende probleem werd geïnstitutionaliseerd in het Verdrag van Maastricht, waarin werd bepaald dat landen hun schuldenlast moesten terugdringen tot maximaal 60% van het BBP. Rentelasten vormen voor veel landen een van de grootste kostenposten binnen de begroting. Een afname van de schuldkosten draagt bij aan een verbetering van het begrotingssaldo, en draagt bij aan het beheersbaar houden van de staatsschuld en daarmee aan de afname van risicopremies. Kostenminimalisatie past tot slot in de trend van het streven naar vergroting van de doelmatigheid van de overheidsuitgaven.

CaR , gemiddelde looptijd en eisen aan uit te geven leningen

Hoe wordt kostenminimalisatie als doel van risicomanagement in de praktijk gebracht? Veel landen maken voor het bepalen van de optimale schuldstructuur gebruik van een *cost-at-risk* (CaR) analyse. Met stochastische berekeningen worden de kosten en risico's van een groot aantal uitgiftestrategieën in kaart gebracht. Het verwachte risico wordt uitgedrukt als CaR ; de *maximale* extra rentelasten die in geval van het meest ongunstige rentescenario naar verwachting zullen ontstaan.²⁴ De verwachte kosten van elke portefeuille worden bepaald door het gemiddelde van alle mogelijke rentescenario's. Door voor een groot aantal portefeuilles de verwachte kosten en de CaR te vergelijken, kan voor ieder risiconiveau (CaR) *die* portefeuille worden aangewezen die de geringste verwachte kosten heeft. Alle portefeuille's die hieraan voldoen kunnen grafisch worden uitgedrukt in een efficiënt frontier (zie ook Hoofdstuk III). De uiteindelijke keuze van portefeuille op die frontier hangt af van de risicovoorkeur.

De werkelijke portefeuille wijkt door markttechnische randvoorwaarden of subdoelstellingen altijd af van de optimale portefeuille uit oogpunt van efficiency. Zo geven landen uit oogpunt van spreiding bij voorkeur uit in meer dan één type lening. De concrete keuze van leningen hangt

²³ IMF/The World Bank (2001), blz. 6.

²⁴ Dat het bedoelde rentescenario inderdaad het meest ongunstige scenario is dat zich kan voordoen, kan met een waarschijnlijkheid van 97,5% worden gesteld. De kans dat in 97,5% van alle gevallen de rentekosten niet zullen uitstijgen boven het bedoelde niveau is gebaseerd op een normaalverdeling van de renteontwikkeling. Het 97,5% interval beslaat die hele verdeling tot aan 2x de standaardafwijking boven het gemiddelde niveau in die verdeling.

vooral samen met de marktomstandigheden. Vervolgens beperken zij die spreiding wél om de liquiditeit van de leningen (en daarmee een aantrekkelijke prijs) te garanderen.

Nadat een overheid een optimale portefeuille heeft bepaald, dient in kaart te worden gebracht in welke mate de overheid deze realiseert. Hiertoe maakt de schuldmanager gebruik van maatstaven. De meest gebruikte maatstaf is de gemiddelde looptijd van de schuldportefeuille. Afhankelijk van hoe hierop wordt gestuurd, kan het risico voor de overheid toe- of afnemen. Als bijvoorbeeld bij een constante omvang van de schuld gestuurd wordt op een afname van de gemiddelde looptijd (om dichterbij de optimale portefeuille te komen), moet elk jaar korter worden gefinancierd en stijgt het risico van schuldfinanciering. Omgekeerd leidt een hogere gemiddelde looptijd ertoe dat het risico daalt. Ook het percentage van de schuld dat binnen één jaar moet worden geherfinancierd geeft informatie over de gemiddelde looptijd van de portefeuille. Een compilatie van de stuurvariabelen die andere landen gebruiken is opgenomen in annex 3.

Renteswaps

De uitgifte van leningen in een beperkt aantal specifieke looptijden leidt niet altijd tot het gewenste resultaat voor wat betreft het risicomanagement. Met andere woorden; 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. Met swaps kan het uitgiftebeleid worden losgekoppeld van het risicobeleid en kunnen de doelen van beide beleidsvormen worden gerealiseerd.²⁵ Ook in Nederland maken swaps deel uit van de schuldfinanciering. Een partij die een renteswap afsluit ontvangt de lange rente en betaalt de korte rente, of vice versa. Dankzij renteswaps kan een schuldmanager, bijvoorbeeld, een 10-jarige benchmark lening uitgeven en toch een kortere rente betalen. Bij het afsluiten van swaps is sprake van *kredietrisico*; het risico dat de tegenpartij in een swap zijn verplichtingen niet nakomt. Beheersing van dit risico gebeurt middels het afdekken van de swappositie met onderpand.

Conclusie

Kostenminimalisatie is de meest gehanteerde methode van risicomanagement. Enerzijds is dit het gevolg van de gebreken die kleven aan de andere benaderingen van risicomanagement. Anderzijds past kostenminimalisatie goed bij het streven de staatsschuld terug te dringen en belastingen laag te houden. De optimale schuldportefeuille in de afweging van kosten en risico wordt vastgesteld door een cost-at-risk analyse. Hiermee kan voor ieder risiconiveau de portefeuille worden gevonden met de minste verwachte kosten. De risicopreferentie van de

²⁵ Wolswijk G. en J. de Haan (2005), blz. 12.

overheid is doorslaggevend in de uiteindelijke keuze van portefeuille. Om het risicomanagement te monitoren, maakt de schuldmanager gebruik van maatstaven. In de meeste gevallen gaat het om de gemiddelde looptijd en het jaarlijkse herfinancieringsvolume. Vaak worden renteswaps ingezet als onderdeel van schuldmanagement.

II. Reikwijdte van schuldmanagement en aansluiting bij begrotingsbeleid

II.1 Samenvatting

In de strategie van kostenminimalisatie bij aanvaardbaar risico, wordt onder kosten verstaan de verwachte rentelasten in de begroting. Het risico bestaat uit de gevoeligheid van die rentelasten voor schommelingen in de marktrente. Twee thema's zijn actueel. Ten eerste is dat de afbakening van schuldmanagement tot de effecten ervan op de begroting. Daarnaast is ook de inpassing van het schuldmanagement in het begrotingsbeleid van belang.

Schuldmanagement beperkt zich tot de effecten van schuldfinanciering op de begroting. Dat de reikwijdte van het schuldmanagement niet verder gaat dan de begroting is niet vanzelfsprekend en een terugkerend thema van discussie. In die discussies gaat het vooral om de vraag in hoeverre de maatschappelijke kosten en baten (*externalities*) van schuldfinanciering in het schuldmanagement moeten worden betrokken. Zo kan een marktfalen worden gesignaleerd als aan een specifieke vraag in de markt niet tegemoet wordt gekomen. Als van marktfalen sprake is, kan het welvaartsverhogend zijn als de overheid dit aanbod verschaft. Een voorbeeld hiervan is de eerder aangehaalde discussie over de uitgifte, door de Nederlandse staat, van indexleningen. Een tweede externality komt voort uit het collectieve-goed-karakter van de overheidsschuld. Vanuit het principe van het collectieve goed verdient het volledig aflossen van de staatsschuld niet zondermeer de voorkeur. Het kan nuttig zijn een markt voor staatsschuld in stand te houden als de maatschappij daaraan behoefte heeft (bijvoorbeeld ten behoeve van een benchmark voor de risicovrije rentevoet).

Voor het schuldmanagement is essentieel hoe ver de verantwoordelijkheid reikt. In de vele discussies die hierover in de aanloop naar dit rapport zijn gevoerd is vastgesteld dat de reikwijdte van schuldmanagement *as a rule* beperkt blijft tot de kosten en baten in de begroting. Een verbreding van de rol van de schuldmanager naar het internaliseren van mogelijke *externalities* kan problematisch zijn. De maatschappelijke kosten en de baten van schuldfinanciering zijn vaak moeilijk hard te maken. Welk beleid werkt in welke mate welvaartsverhogend? En; waarom is het beleid van de overheid superieur boven het marktmechanisme? Tevens geldt dat met

bovengenoemde verbreding het doel van de schuldmanager niet meer nauwkeurig omschreven (en meetbaar) zou zijn. Een en ander neemt niet weg dat de overheid toch kan besluiten het schuldbeleid in te zetten voor andere doelen dan het doel van kostenminimalisatie. Het is dan de verantwoordelijkheid van de schuldmanager om het gekozen beleid uit te voeren en de kosten en baten hiervan voor de begroting in kaart te brengen.

Het tweede thema betreft de inpassing van het schuldmanagement in het begrotingsbeleid. Het begrotingsbeleid is ingericht om een overschrijding van de 3%-tekortgrens te voorkomen. Vaak echter wordt begrotingsevenwicht of een klein overschot nagestreefd. Vanuit het oogpunt van houdbare overheidsfinanciën beoogt het huidige kabinet een structureel overschot van 1% BBP per 2011. Om procyclisch beleid tegen te gaan, heeft het kabinet er tevens toe besloten de rentelasten buiten de uitgavenkaders te plaatsen. 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 is inperking van de gemiddelde kosten van schuldfinanciering behulpzaam bij het realiseren van een begrotingsoverschot. Het buiten de kaders plaatsen van de rentelasten verandert niets aan deze inzichten. Lage kosten en een aanvaardbaar risico blijven beide relevant. Bij wat aanvaardbaar is, moet bedacht worden dat het risicokader vooral bedoeld is om ook in de meest onwaarschijnlijke (economische) situaties effectief te zijn.

Tot slot zij opgemerkt dat het schuldmanagement wordt gezien in een nominale setting. Dat betekent concreet dat de kosten en het risico van schuldfinanciering worden uitgedrukt in nominale grootheden, hetgeen aansluit bij de grootheid waarin de rest van de begroting wordt uitgedrukt. In het verleden is er wel eens voor gepleit schuldfinanciering in reële termen te analyseren. Dat was dat het geval bij de analyse van het instrument indexleningen. Hoewel het onderscheid tussen nominaal en reëel in dit specifieke geval tot verschillende bevindingen leidde, zal voor risicomanagement in het algemeen de keuze grotendeels onafhankelijk zijn van een nominale of reële benadering.

II.2 Uitwerking

Bovenstaande argumenten zijn hierna verder nader uitgewerkt. Paragraaf III.2.1 schetst de overwegingen die een rol spelen bij de bepaling van de reikwijdte van schuldmanagement. Paragraaf III.2.2. behandelt de aansluiting van het schuldmanagement bij het begrotingsbeleid.

II.2.1 Kostenminimalisatie en de reikwijdte van schuldmanagement

De definities van de begrippen kosten en risico die voortvloeien uit het doel van kostenminimalisatie bakenen het werkkterrein van de schuldmanager af. Aangezien er geen sprake is van een unieke afbakening van de kosten en de risico's van schuldfinanciering, is de reikwijdte van schuldmanagement een terugkerend thema dat ook internationaal de aandacht heeft. Het gaat vaak vooral om de vraag of de maatschappelijke kosten en baten van schuldfinanciering ook onderdeel moeten zijn van het schuldmanagement. Deze maatschappelijke effecten worden algemeen aangeduid met de term *externalities*. In de discussie treden twee soorten *externalities* op de voorgrond.

Ten eerste zou het schuldbeleid kunnen beantwoorden aan een specifieke vraag in de markt, naar bijvoorbeeld indexleningen of ultralange leningen. In de discussie over indexleningen, die de afgelopen jaren (onder meer in Nederland) is gevoerd, stellen voorstanders van uitgifte van deze leningen dat deze vorm van schuldpapier de pensioenfondsen zou helpen bij het verbeteren van de match tussen hun activa en passiva. Met de uitgifte van indexleningen zou de overheid een marktfalen (het ontbreken van aanbod van inflatie-geïndexeerd papier) oplossen; een positieve *externality*. Volgens de huidige reikwijdte van schuldfinanciering is het voor de schuldmanager slechts opportuun om op een specifieke vraag in de markt in te spelen als dat de beoogde efficiency in termen van kosten en risico voor de begroting oplevert. Zou de strategie kostenefficiënt zijn, dan is sprake van een strategie van *no regret*. In Nederland is op deze wijze gekeken naar de uitgifte van indexleningen. Van een kostenefficiënte strategie was ten tijde van het onderzoek geen sprake (zie annex 2).

Een tweede voorbeeld van een *externality* betreft het collectieve-goed-karakter van de overheidsschuld. Het debat hier gaat over de voor- en nadelen van het volledig aflossen van de overheidsschuld. De discussie centreert zich rond de vraag of het noodzakelijk is de infrastructuur van de markt voor overheidsschuld in stand te houden. Sommigen stellen dat als de schuld nihil zou worden, overheden zouden moeten doorgaan met het onderhouden van kleinere, maar liquide markten voor overheidsschuld door begrotingsoverschotten te investeren in binnen- en buitenland.²⁶ Als reden hiervoor geven zij dat het ontbreken van een benchmark voor de risicovrije rentevoet de prijsvorming van schuldtitels uitgegeven door de particuliere sector negatief beïnvloedt en de marktontwikkeling van schuldpapier van het bedrijfsleven verstoort. Anderen brengen hiertegen in dat bepaalde categorieën hoogwaardige bedrijfsschuld kunnen

²⁶ Het instandhouden van een markt voor overheidspapier rust in het eurogebied niet op de schouders van één land.

dienen als substituut voor overheidsschuld. Hiermee stellen zij dat er geen sprake is van een marktfalen en een rol daarin voor de overheid.²⁷

Een verbreding van de rol van de schuldmanager, bijvoorbeeld naar het internaliseren van *externalities*, kan tot complicaties leiden. De kosten en de baten van schuldfinanciering voor de maatschappij zijn moeilijk hard te maken en niet, of slecht, meetbaar. Dat maakt het bijzonder lastig om vast te stellen in hoeverre een bepaalde uitgiftestrategie welvaartseffecten met zich mee zou brengen.

Ook zijn er pragmatische kanttekeningen te plaatsen bij een andere rol voor de schuldmanager dan het minimaliseren van de rentelasten bij aanvaardbaar risico. Een verbreding naar de maatschappelijke effecten van schuldbeleid, maakt dit beleid minder eenduidig en transparant. Doelstellingen zijn doorgaans moeilijk(er) te definiëren en kwantificeren, zodat de realisatie ervan niet meer is vast te stellen. Het is bovendien arbitrair welke vormen van beleid moeten worden nagestreefd omdat ze welvaartsverhogend zouden zijn. Voorts wordt de uitgifte van schuldpapier begrensd door de hoeveelheid te (her)financieren schuld. Dat houdt in dat er keuzes gemaakt moeten worden. Dergelijke keuzes staan steeds in dienst van een efficiënte financiering. De ruimte om daarnaast actief in te spelen op de vraag naar een specifiek financieringsinstrument is beperkt.

Specifiek voor Nederland is ten behoeve van de voorliggende evaluatie van het risicokader en het ontwerp van een nieuw kader uitgebreid discussie gevoerd over de reikwijdte van het schuldbeleid. Voortvloeiende uit die discussies, is besloten dat het schuldmanagement beperkt blijft tot de minimalisatie van de rentelasten in de begroting, gegeven een acceptabel risico.

De schuldmanager is dus primair (*as a rule*) verantwoordelijk voor een efficiënte financiering van de staatsschuld. Dat laat onverlet dat de overheid toch kan besluiten om het schuldmanagement anders (dan voor het doel van kostenminimalisatie) in te zetten. Daar de kosten en baten voor de begroting van een dergelijke alternatieve strategie onderdeel kunnen vormen van de afweging om wel of niet tot die strategie over te gaan, is het de verantwoordelijkheid van de schuldmanager deze inzichtelijk te maken.

²⁷ Overigens besluiten sommige overheden ook op grond van het kostenminimalisatie soms tot de 'kunstmatige' instandhouding van hun schuldmarkt. Als de kans bestaat dat overschotten op enig moment kunnen omslaan in tekorten, is het raadzaam de infrastructuur van de markt voor staatsleningen op peil te houden. Zo kunnen mogelijk de toekomstige kosten van geld lenen beperkt worden.

II.2.2 Aansluiting van schuldmanagement bij het begrotingsbeleid

Het begrotingsbeleid is leidend voor de wijze waarop het schuldmanagement wordt vormgegeven. Het begrotingsbeleid heeft meerdere eigenschappen. Ten eerste geldt budgettaire discipline. De begrotingssystematiek is erop gericht een overschrijding van de 3%-tekortgrens (vastgesteld in het Verdrag van Maastricht) te allen tijde te voorkomen. Maar de discipline gaat verder. Waar vorige kabinetten streefden naar een structureel evenwicht in de begroting, is dit kabinet voornemens per 2011 een structureel overschot te realiseren van 1% BBP. Het streven naar een overschot is nodig om houdbare overheidsfinanciën binnen handbereik te houden ondanks de extra kosten van een vergrijzende samenleving die in de toekomst op de overheid afkomen. Tot slot, vallen met ingang van het begrotingsjaar 2008, de rentelasten niet meer onder de uitgavenkaders in de begroting. Belangrijkste reden hiervoor is dat, onder de kaders, schommelingen in de rentelasten procyclisch beleid kunnen uitlokken.

Vorbereiding op de kosten die gepaard gaan met vergrijzing

Het kabinet heeft de belangrijkste adviezen uit het twaalfde rapport van de Studiegroep Begrotingsruimte overgenomen.²⁸ Het zwaartepunt van dat rapport ligt bij een analyse van beleidsmaatregelen die zouden moeten worden genomen om de negatieve consequenties van de vergrijzing voor de overheidsfinanciën op te vangen. De kosten van vergrijzing kunnen op verschillende manieren worden aangepakt. Naast het aanpassen van de vergrijzingerelateerde instituties (zoals aanspraken op pensioenen, zorg) en vergroting van de arbeidsparticipatie, kan worden gespaard voor later door nu te bezuinigen en/of de lasten te verzwaren. Met overschotten op de begroting kan de overheidsschuld versneld worden afgebouwd. Omdat in dat geval de rentebetalingen op de overheidsschuld afnemen ('rentevrijval') wordt ruimte gecreëerd voor de financiering van de stijgende uitgaven aan bijvoorbeeld de AOW en de gezondheidszorg.

Consequenties van een trendmatig dalende schuld voor het risicokader

Een dalende schuld heeft consequenties voor het financieringsbeleid van de Staat en het risicoraamwerk voor schuldfinanciering. In het huidige risicokader – het streven naar jaarlijkse herfinanciering (een basisrisicobedrag) ter grootte van 9% BBP; zie hoofdstuk IV – betekent een geringere staatsschuld dat per jaar een groter deel van de uitstaande schuld geherfinancierd moet worden. Dit impliceert een continu lagere gemiddelde looptijd van de leningenportefeuille. De financiering van de staatsschuld schuift op naar het korte einde van de rentecurve.

²⁸ Twaalfde rapport Studiegroep Begrotingsruimte, 'Vergrijzing en houdbaarheid', Den Haag, 22 juni 2006

Uitgaande van een stijgende rentecurve betekent een dergelijke verkorting voor iedere euro staatsschuld gemiddeld lagere kosten en een gemiddeld hoger risico. De stijging van het risico is tweeledig. Niet alleen moet een groter deel van de schuld jaarlijks worden geherfinancierd tegen de dan geldende rente, maar ook zijn korte rentevoeten relatief beweeglijker dan lange rentevoeten. Met andere woorden: tegenover een trendmatig dalend pad van rente-uitgaven in de begroting staat een grotere volatiliteit van die uitgaven. Het begrotingsrisico gerelateerd aan de post 'rente-uitgaven' neemt toe. In het huidige risicokader is de visie dat in een situatie waar de begrotingspositie robuust is (en leidt tot dalende schuld), dit additionele risico draaglijk (en wenselijk) is.

Consequenties van plaatsing van de rente-uitgaven buiten het uitgavenkader

Ter bevordering van solide begrotingsbeleid heeft de Studiegroep naar wegen gezocht om procyclisch beleid – waarvan in het verleden vaak sprake was – te verminderen. In de huidige begrotingssystematiek vallen alle uitgaven binnen de gestelde uitgavenkaders; ook conjunctuurgevoelige uitgaven zoals uitkeringen voor werkloosheid, rente-uitgaven en overheidslonen.

In een periode van hoogconjunctuur zal het begrotingssaldo verbeteren en zullen de rente-uitgaven op de overheidsschuld dalen²⁹. Als in een situatie van hoogconjunctuur uitgavenmeevallers optreden, kan dat leiden tot procyclisch beleid wanneer de ontstane budgettaire ruimte wordt benut voor additionele uitgaven elders. Om de verleiding tot procyclisch beleid te verminderen, zijn de rentelasten buiten de uitgavenkaders geplaatst.³⁰

Het buiten de kaders plaatsen van de rente-uitgaven heeft meerdere kanten. Enerzijds zal een stijging van de rentelasten niet langer het stempel van budgettaire tegenvaller krijgen die elders binnen de begroting gecompenseerd zou moeten worden. Dat tegenvallers in de rentelasten geen 'perverse' reactie van de andere uitgaven onder de gestelde uitgavenkaders meer uitlokken, kan een reden zijn om de huidige beperking die wordt gesteld aan het renterisico voor de begroting te versoepelen. Anderzijds tellen de rente-uitgaven mee in het EMU-saldo en zijn ze relevant voor de 3%-tekortlimiet uit het Verdrag van Maastricht. Zolang de rente-uitgaven binnen de uitgavenkaders vallen, is bij schommelingen in de rente-uitgaven sprake van enige

²⁹ Verondersteld is dat het volume-effect op de rente-uitgaven het prijseffect (stijgende rente in hoogconjunctuur) domineert. Deze aanname lijkt reëel, maar het prijseffect is niet irrelevant. De rente in Nederland wordt vooral bepaald door ontwikkelingen in het buitenland. Naarmate de Nederlandse conjunctuur meer synchroon loopt met de internationale, worden prijseffecten belangrijker. Het uiteindelijke effect van de conjunctuur op de rente-uitgaven wordt bepaald door de conjunctuurgevoeligheid van het tekort (begrotingselasticiteit), de mate waarin de rente reageert op de conjunctuur en de mate van herfinanciering van de schuld. In theorie kunnen rente-uitgaven zowel procyclisch als anticyclisch zijn.

³⁰ Wanneer een rentemeevaller wordt veroorzaakt door een lagere rentevoet zou er een extra argument zijn om deze niet aan te wenden voor uitgavenverhogingen. Een lagere rentevoet betekent immers – via in contante waarde hogere pensioenverplichtingen – op lange termijn een toename van het financiële verzorgingsprobleem.

compensatie in de andere uitgavencategorieën. Nu de rente-uitgaven buiten de kaders zijn geplaatst is dat niet langer het geval. Wanneer het overheidstekort zich dichtbij 3% BBP bevindt of het tekort de signaalwaarde van 2% BBP nadert, kunnen zelfs geringe fluctuaties in de rente-uitgaven te groot zijn. In een dergelijke situatie zou het begrotingsrisico dat genomen wordt wel degelijk beperkt moeten zijn (de 'vangrail'). Ten aanzien van deze laatste constatering wordt wel beargumenteerd dat schommelingen in de rentelasten uit hoofde van de rentevoet (deels) zullen worden gecompenseerd door tegengestelde bewegingen aan de inkomstenkant. Dat kan het geval zijn als bijv. een stijgende rentevoet steeds samenvalt met een verbeterende conjunctuur en/of onvertraagde verlaging van de pensioenpremies. In dat geval zullen tegenover tegenvallende rentelasten meevallende belastinginkomsten staan³¹. Niet aangetoond is echter of dergelijke compenserende effecten inderdaad plaatsvinden.

Samenvattend geldt dat fluctuaties in de rentelasten niet dusdanig groot mogen zijn dat de budgettaire discipline in gevaar komt. Anderzijds zijn lage kosten van schuldfinanciering gunstig in het streven naar een overschot. Ook nu de rentelasten buiten de kaders vallen, is een efficiënte afruil van kosten en risico onverminderd van belang. Daarbij komt dat het risicokader voor de staatsschuld primair is bedoeld om de risico's van schuldfinanciering binnen acceptabele grenzen te houden. Het is verstandig niet bij voorbaat te veronderstellen dat het risico van schuldfinanciering zal worden gemitigeerd.

III Het risicomanagement kader 2003-2007; architectuur en evaluatie

III.1 Samenvatting

Het huidige risicokader werd vastgesteld in 2002 en gold aanvankelijk tot en met 2006. In de aanloop naar de vormgeving van een nieuw risicokader is besloten het huidige kader ook te laten gelden voor 2007, zodat besluitvorming over het nieuwe kader aan het nieuwe kabinet kon worden gelaten.

Het risicokader heeft als uitgangspunt het minimaliseren van de kosten bij acceptabel risico voor de begroting. De centrale stuurvariabele is een jaarlijks basisrisicobedrag van 9% BBP. Het basisrisicobedrag bepaalt welk deel van de schuld jaarlijks gevoelig is voor wijzigingen in de marktrente. Dat deel is samengesteld uit het bedrag dat van de bestaande schuld opnieuw moet worden gefinancierd plus de netto swapportefeuille. De mate van risico die als acceptabel wordt ervaren is met de koppeling aan het BBP verworden tot een relatief begrip. Door die koppeling

³¹ Tegenvallende belastinginkomsten zouden kunnen ontstaan als met de oplopende rentevoet (in combinatie met in hoogconjunctuur stijgende huizenprijzen) het bedrag aan hypotheekrenteaf trek toeneemt.

wordt beoogd het te nemen risico te laten 'mee ademen' met de capaciteit van de begroting om dat risico te dragen. De keuze (door de minister in 2002) voor een percentage van 9 werd gedreven door het feit dat andere Europese landen die met Nederland enige gelijkenis vertoonden jaarlijks niet meer dan 9% van hun BBP opnieuw financierden. Bovendien sloot dit niveau goed aan bij de historische portefeuille van die tijd.

Het risicokader is, op zichzelf, onvoldoende om tot een eenduidige wijze van schuldfinanciering evenals afdoende beperking van het risico te komen. Bovendien vindt de Nederlandse Staat het belangrijk liquide leningen in specifieke looptijden uit te geven. Aanvullend op het risicokader is daarom het financieringsbeleid geformuleerd. De financieringsregels schrijven voor dat jaarlijks een lening met een minimale omvang van 10 miljard euro in zowel het 10- als het 3-jaars segment wordt uitgegeven en dat een geldmarkt wordt aangehouden in voldoende omvang om onverwachte schommelingen in de financieringsbehoefte op te vangen. Tot slot kunnen ten behoeve van het risicomangement in beperkte mate swaps worden ingezet. 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. Het risicoprofiel (en niet het aflossingsprofiel) bepaalt de rentegevoeligheid van de schuld.

Tot zover de architectuur van het huidige risicokader. Maar hoe heeft het risicokader gewerkt? De werking van het kader kan met behulp van modelanalyse inzichtelijk worden gemaakt. In die analyse worden voor een groot aantal portefeuilles de gemiddeld verwachte kosten afgezet tegen het verwachte risico (uitgedrukt als Cost-at-Risk, ofwel CaR). De CaR beschrijft (met 97,5% zekerheid) de maximale extra rentekosten die kunnen ontstaan als het ergste rentescenario zich voordoet. Kosten en risico zijn uitgedrukt over een periode van gecumuleerd 5 jaar. De modelanalyse is uiterst bruikbaar om in kaart te brengen wat het risicomangement betekent voor de afruil van kosten en risico. Ook wordt hierin duidelijk wat er gebeurt als parameters (zoals de schuldumfang) wijzigen. Uit de analyse zijn de volgende conclusies getrokken.

Risicobeheersing goed

De afbakening van de kosten en het risico van schuldfinanciering is voldoende strikt geweest. Dit heeft geleid tot adequate beheersing van het risico, terwijl geen bijzonder hoge kosten zijn gemaakt. Het risicokader tezamen met de financieringsregels heeft als vangrail dus goed gewerkt.

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. Meer dan 9% is te risicovol, terwijl een kleiner risicobedrag te kostbaar

zou zijn. In praktijk blijkt het lastig dit basisrisicobedrag te realiseren. Reden daarvan is dat onvoorziene wijzigingen in het kassaldo van invloed zijn op de omvang van het basisrisico. Bij onvoorziene meevallers, neemt het basisrisico af en moet onmiddellijk worden verkort om alsnog een bedrag van 9% te realiseren. Tegenvallers daarentegen nopen tot onmiddellijke verlenging. In de praktijk blijkt dat wanneer mee en of tegenvallers zich pas laat in het jaar openbaren, er niet altijd meer kan worden bijgestuurd en een basisrisico van 9% BBP niet wordt gerealiseerd.

Volgen van conjunctuur niet wenselijk

Verlengen en verkorten is eigenlijk alleen gerechtvaardigd als het een reactie is op een trend. Zo is het zinvol om geleidelijk te verkorten als de schuld trendmatig daalt en te verlengen als hij trendmatig stijgt. Het huidige beleid volgt de conjunctuur en is daarmee volatieler dan wenselijk.

Efficiency kan beter

Hoewel de huidige strategie binnen de gestelde kaders efficiënt is, ligt de strategie niet op de efficient frontier. Er kan een beperkte efficiencywinst worden gerealiseerd. Het risicoprofiel van een efficiënte strategie kent een gelijkmatige spreiding over een bepaald looptijdsegment, om daarna terug te vallen naar nul. De huidige strategie wordt gekenmerkt door een ongelijkmatig risicoprofiel. In principe kan met behulp van renteswaps elk wenselijk risicoprofiel worden bereikt. De efficiencywinst kan dus worden gerealiseerd zonder het uitgiftebeleid aan te tasten. Het verschil tussen het huidige en het beoogde risicoprofiel bepaalt hoeveel swaps nodig zullen zijn. Ook als daartoe een omvangrijke swapportefeuille nodig is, vormt dat geen belemmering (vanuit het Agentschap noch vanuit de markt).

III.2 Uitwerking

In de rest van dit hoofdstuk wordt uitgebreid aandacht geschonken aan de architectuur en theoretische werking van het kader (III.2.1.). Voorts bevat III.2.2. een analyse van de werking van dit kader in de praktijk.

III.2.1 Risicokader 2003-2007

Het kader 2003-2007 is gericht op voorspelbaarheid en beheersbaarheid van de nominale rentelasten in de begroting. De rentelasten worden jaarlijks begroot op basis van ramingen voor de rente (CPB), het herfinancieringsvolume en het begrotingssaldo. Het risico bestaat eruit dat de rente en/of het begrotingssaldo afwijken van de raming zodat onvoorziene fluctuaties in de rentelasten optreden. De rentelasten zijn opgebouwd uit i) de uitstaande schuld vermenigvuldigd met de gemiddelde couponrente, plus ii) de opnieuw te financieren schuld tegen de geldende

rentevoet, plus iii) het begrotingstekort tegen de geldende rentevoet,³² minus iv) de aflopende schuld tegen de gemiddelde couponrente over die schuld. Het *risico* bestaat zoals gezegd uit de onvoorziene schommelingen in die rentelasten. De oorzaak van dergelijke schommelingen is tweërlei. Zo kunnen schommelingen in de rentelasten enerzijds worden veroorzaakt door herfinanciering van bestaande schuld. Anderzijds zijn de rentelasten ook afhankelijk van het begrotingssaldo. In het eerste geval gaat het om het *basisrisico*. Het tweede type betreft het *incidentele risico*.

Het *basisrisicobedrag* is samengesteld uit het herfinancieringsvolume (fractie van de uitstaande schuld die jaarlijks opnieuw wordt gefinancierd), plus de netto swapportefeuille, aangezien ook swaps gevoelig zijn voor rentewijzigingen (annex 4). Vervolgens bepaalt de volatiliteit in de rentevoet hoe sterk de rentelasten, gegeven het basisrisicobedrag, kunnen wijzigen. Het effect op de rentelasten is gelijk aan het basisrisicobedrag vermenigvuldigd met het verschil tussen a) de gemiddelde couponrente op het aflopende deel en b) de nieuwe rentevoeten waartegen wordt gefinancierd. Het *incidentele risico* hangt af van tegenvallers in het begrotingssaldo. Deze moeten volledig tegen de geldende rentevoet worden gefinancierd.

Inzicht in de mogelijke omvang van het basis- versus het incidentele risico kan worden verkregen aan de hand van een voorbeeld. Veronderstel dat het basisrisicobedrag in enig jaar 50 mld euro bedraagt tegen een gemiddelde couponrente 4%. Als dit bedrag tegen gemiddeld 5% opnieuw moet worden gefinancierd, belopen de extra kosten 0,5 mld euro (0,1% BBP). Veronderstel nu dat het begrotingstekort 5 mld euro tegenvalt (1% BBP), dan leidt de financiering van deze tegenvaller tegen gemiddeld 5% rente tot extra rentelasten van 0,25 mld euro (0,05% BBP).

Basisrisicobedrag als doelvariabele

Met het risicokader wordt gestuurd op het basisrisico (herfinanciering).³³ Op het incidentele risico (volatiliteit in het begrotingssaldo) wordt in beginsel niet gestuurd. Later (paragraaf III.2.2) wordt uitgelegd dat dit risico wel het basisrisicobedrag in toekomstige jaren beïnvloedt. Door sturing op een voortdurende haalbaarheid van het basisrisicobedrag in toekomstige jaren wordt indirect het totale renterisico in enig toekomstig jaar beperkt.

³² Uiteraard zal een overschot de staatsschuld en dus de rentelasten verminderen.

³³ Voor een uitgebreide toelichting op het risicokader 2003-2007, zie Jaarbericht Agentschap 2003, blz 24 e.v. (www.dsta.nl)

Het basisrisicobedrag, als stuurvariabele, is gekoppeld aan het BBP en bedraagt jaarlijks 9%.³⁴ Met dit bedrag als uitgangspunt, worden de tegenvallers in de rentelasten vervolgens bepaald door de mate waarin de marktrente fluctueert.

Tabel III.1 Opbouw van het basisrisicobedrag (voorbeeld 2005)

A	In 2005 aflossende kapitaalmarktleningen	24,8
B	Geldmarktvolume per ultimo 2004 (in 2005 opnieuw gefinancierd)	17,4
C	Netto swapportefeuille	-0,1
D	BBP 2005 (raming december 2004)	474,5
E	Basisrisicobedrag 2005, ex ante, in procenten BBP ((A+B+C)/D*100)	8,9

Het basisrisicobedrag is, naast het bedrag dat de staat jaarlijks *maximaal* wil blootstellen aan rentewijzigingen, tevens het bedrag dat de staat jaarlijks *minimaal* opnieuw wil financieren. Een geringere jaarlijkse herfinanciering zou betekenen dat gemiddeld minder kort wordt gefinancierd dan binnen de randvoorwaarde van een acceptabel risico mogelijk is. Gegeven de centrale veronderstelling van een in de regel stijgende rentecurve zou dat te duur zijn (voor uitwerking zie III.2.2.).

Keuze van link aan het BBP en van het percentage van 9

De centrale gedachte achter de link aan het BBP is het constant houden van het renterisico over de tijd in *relatieve* termen. Op deze wijze kan worden bereikt dat het gelopen risico proportioneel blijft aan de draagkracht daarvoor in de begroting. De redenering achter de keuze van het *BBP* als maatstaf voor de draagkracht van risico in de *begroting* is dat de inkomstenkant van de begroting, grosso modo, zou meebewegen met het BBP. Het benutten van de extra ruimte voor risico die een betere begrotingspositie biedt, levert winst op aan de kostenkant.

Met de link aan het BBP is tevens gekozen voor het percentage van 9. Bij de totstandkoming in 2002 van het huidige risicokader kwam het herfinancieringsvolume op jaarbasis in de buurt van 9% BBP. Uitgedrukt in een percentage van het BBP kwamen ook de relevante (AAA) peers niet boven 9% uit. Per saldo paste de keuze van 9% goed bij het bestaande risicoprofiel en garandeerde deze dat Nederland niet meer risico zou lopen dan landen als (bijvoorbeeld) Frankrijk.³⁵

³⁴ Het risicobedrag van 9% BBP is een ex-ante doelstelling. Aan het begin van het jaar is exact vast te stellen wat er aan herfinanciering in de teller komt. Echter, het BBP (de noemer) is een raming. Een van de raming afwijkend BBP kan er ex-post toe leiden dat het percentage BBP anders uitpakt.

³⁵ Destijds werd gesteld dat een groter risico dan Frankrijk voor de beeldvorming niet verstandig zou zijn.

Risicokader en financieringsbeleid

Op zichzelf zegt het risicokader met een basisrisicobedrag van 9% BBP onvoldoende over de daadwerkelijke omvang van het risico. Die wordt immers mede bepaald door de mate waarin de marktrente over een bepaalde periode én in een bepaald looptijdsegment wijzigt. Het basisrisicobedrag kan met meerdere financieringsstrategieën worden gerealiseerd. De kosten en het risico variëren met de gekozen strategie. Het risicokader is daarom gecompleteerd met een set financieringsregels. Die luiden als volgt:

1. Op de kapitaalmarkt wordt in tenminste twee segmenten uitgegeven. Jaarlijks wordt uitgegeven in het 10-jaars segment omdat die als benchmark-segment geldt. Bij jaarlijkse uitgifte ontstaat bovendien totaan het 10-jaars segment een curve. Ook wordt in het 3-jaars segment uitgegeven met het oog op spreiding en op de destijds gewenste verkorting van de portefeuille.³⁶ De beslissing om al dan niet in het 30-jaars segment uit te geven wordt periodiek genomen, bij voorkeur op momenten dat het risicokader wordt geëvalueerd.³⁷
2. Eenmaal uitgegeven leningen worden (zo mogelijk binnen één jaar) opgehoogd tot een volume dat de liquiditeit van de lening waarborgt (10 miljard euro).³⁸
3. Het geldmarktvolume moet voldoende zijn (15-20 miljard per ultimo jaar) om als buffer te kunnen dienen voor onvoorziene wijzigingen in de financieringsbehoefte. Gedurende het jaar voegt de geldmarkt ook de nodige flexibiliteit toe aan het financieringsbeleid omdat hiermee het verschil op de kapitaalmarkt tussen het moment van aflossen en het moment van uitgifte kan worden overbrugd.
4. Swaps kunnen worden gebruikt om de aansluiting tussen het financieringsbeleid en het basisrisicobedrag te faciliteren. Echter; de swapportefeuille dient beperkt te blijven en de inzet van swaps in enig jaar mag de realisatie van het basisrisicobedrag in de jaren erna niet compliceren.

Het kader *tezamen* met deze financieringsregels beperkt de mogelijke combinaties van de kosten en het risico van schuldfinanciering. Daarmee is aan de doelstelling van risicobeheersing voldaan en is tevens uitgesloten dat de schuldfinanciering tot extreem hoge kosten zou leiden.

III.2.2. Werking van het risicokader plus gehanteerde financieringsregels in de praktijk

Sturing op het basisrisicobedrag is de concrete invulling die de Nederlandse Staat per 2003 heeft gegeven aan de afruil tussen kosten en risico in de begroting. Onderliggend aan het risicokader

³⁶ Zonodig kon daarnaast het 5-jaars segment worden benut.

³⁷ Incidenteel is wel tot een 30-jarige lening besloten zonder dat van een evaluatie van het kader sprake was (bv in 2005).

³⁸ De verwachting is dat aanwezigheid in de markt met liquide benchmarkleningen tevens voordelig uitpakt voor het Nederlandse Staatspapier.

is de rentecurve gemodelleerd. Als centrale aanname geldt dat de rentecurve *gemiddeld* genomen stijgend is. Dat betekent dat kort financieren gemiddeld goedkoper is dan lang financieren.³⁹ De budgettaire risico's verhouden zich omgekeerd. Lang financieren levert jaarlijks een kleinere hoeveelheid herfinanciering op dan kort financieren. Door lang financieren (in plaats van kort) beperken we het basisrisicobedrag. Omdat de lange rente doorgaans minder volatiel is dan de korte, wordt ook langs deze weg de kans van onvoorziene wijzigingen in de rentelasten (budgettair risico) beperkt.

De afruil tussen kosten en risico kan inzichtelijk worden gemaakt in een kosten-risico grafiek. In een dergelijke grafiek staan op de verticale as de gemiddelde kosten van schuldfinanciering (rentelasten) gegeven een bepaalde schuldumfang. Onder risico (horizontale as) wordt in deze grafiek verstaan de maximale extra kosten die over een afgebakende periode (van bv 5 jaar) ontstaan bij het meest ongunstige rentescenario. Kosten en risico variëren met de samenstelling én de gemiddelde looptijd van de portefeuille. De inschatting van de maximale extra kosten is gebaseerd op een veronderstelde statistische verdeling ten aanzien van de rentescenario's. Gegeven die verdeling en de schuldsamenstelling kan een kostenniveau worden aangegeven dat met 97,5% zekerheid het maximum is.⁴⁰ Het verschil tussen de verwachte kosten en de maximaal mogelijke kosten wordt aangeduid als de *relatieve cost-at risk* (kortweg; CaR).⁴¹ Uiteraard is er een kans van 2,5% dat de verwachte rentekosten in de onderzochte periode groter zullen zijn.

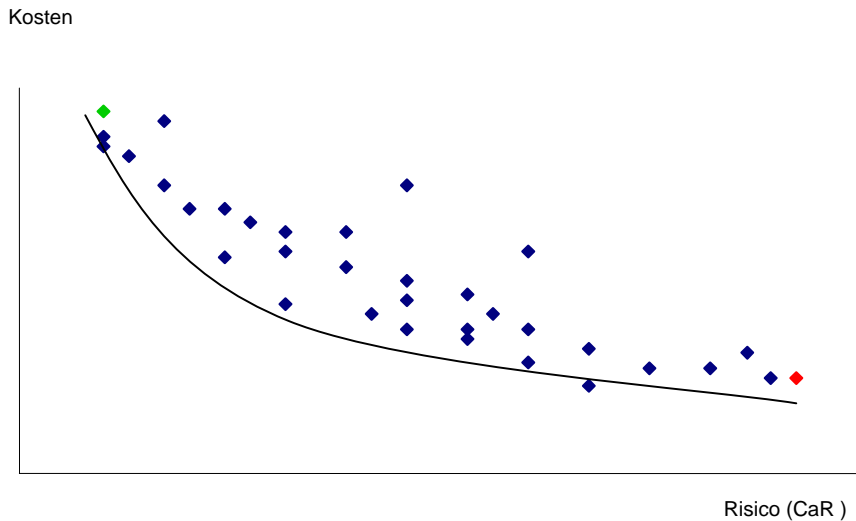
De kosten-risico combinatie van elke mogelijke schuldportefeuille laat zich schetsen in een puntenwolk. De punten die optimale combinaties van kosten en risico weerspiegelen (zo laag mogelijke kosten gegeven het risico of zo laag mogelijk risico gegeven de kosten) vormen de *efficient frontier*. Gebleken is dat alleen gecentreerde portefeuilles die zich kenmerken door een gelijkmatig aflossingsprofiel efficiënt zijn en dus op de frontier liggen (annex 5). De extremen in de grafiek zijn een gecentreerde portefeuille met een erg lange looptijd (hoge kosten, laag risico), enerzijds, en een portefeuille met een erg korte looptijd (lage kosten, hoog risico), anderzijds.

³⁹ Natuurlijk zijn de extra kosten van lange financiering beperkt als de curve weliswaar stijgend is maar redelijk vlak.

⁴⁰ Het vertrouwensinterval is eenzijdig, want relevant is alleen het risico van tegenvallers. De 97,5%-grens komt overeen met het gemiddelde plus 2 maal de standaardafwijking.

⁴¹ De *absolute* CaR beschrijft in plaats van dit verschil gewoon de maximale kosten die kunnen ontstaan.

Figuur III.1. Kosten-risico grafiek en efficient frontier



Werking van het risicokader in de praktijk

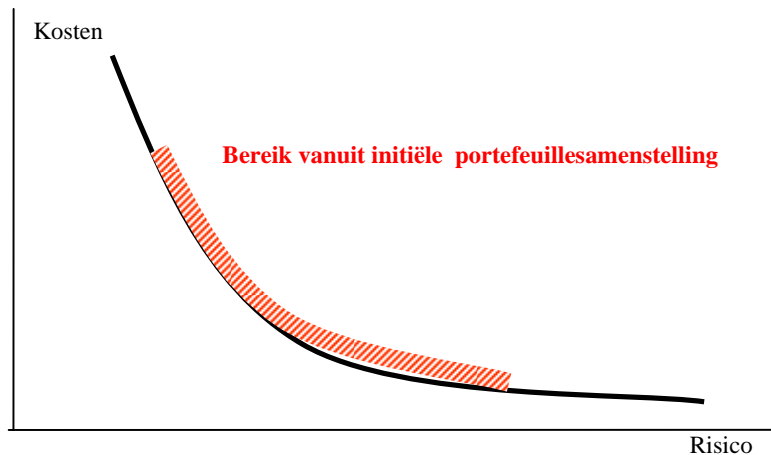
De werking van het huidige risicokader is in kaart gebracht met behulp van modelanalyse. In die analyse worden voor verschillende financieringsstrategieën de gemiddeld verwachte kosten afgezet tegen de CaR. De CaR wordt veroorzaakt door veranderingen in de rente die zijn gemodelleerd met behulp van ongecorrleerde schokken. De gemiddeld verwachte kosten en de CaR worden uitgedrukt over een periode van gecumuleerd 5 jaar. Met de modelanalyse kan inzichtelijk worden gemaakt welke implicaties de keuze van een bepaalde risicomaatstaf én het stellen van randvoorwaarden aan de schuldfinanciering hebben voor de afruil van kosten en risico. Ook kan worden geschetst wat er gebeurt als parameters (zoals de schuldovang) wijzigen. De belangrijkste inzichten uit de analyse worden hieronder toegelicht.

Afbakening van de kosten en het risico van schuldfinanciering

De modelanalyse is aanvankelijk een theoretisch concept. Hierin kan elke initiële samenstelling van de portefeuille en elke financieringsstrategie worden verondersteld. Zonder beperkingen aan de initiële-, of startportefeuille is een heel spectrum aan portefeuilles denkbaar. In realiteit echter kent de startportefeuille, door uitgifte in het verleden, een specifieke samenstelling. Die samenstelling heeft gevolgen voor het aflosprofiel in de jaren erna. Het is dan niet langer mogelijk om binnen een beperkte periode met alleen uitgifte elke willekeurige portefeuille te bereiken. Van de hele puntenwolk en de efficient frontier is, *gegeven* de startportefeuille en de horizon van 5 jaar, maar een deel relevant (figuur III.2).⁴²

⁴² Als de startportefeuille zich in het midden van het spectrum bevindt, kunnen binnen vijf jaar de meest extreme portefeuilles (volledige 30 jaars- of geldmarktfinanciering) niet worden bereikt. Daarentegen biedt een relatief korte portefeuille grotere flexibiliteit terwijl een relatief lange portefeuille die flexibiliteit juist beperkt.

Figuur III.2: startportefeuille beperkt het spectrum van bereikbare portefeuilles

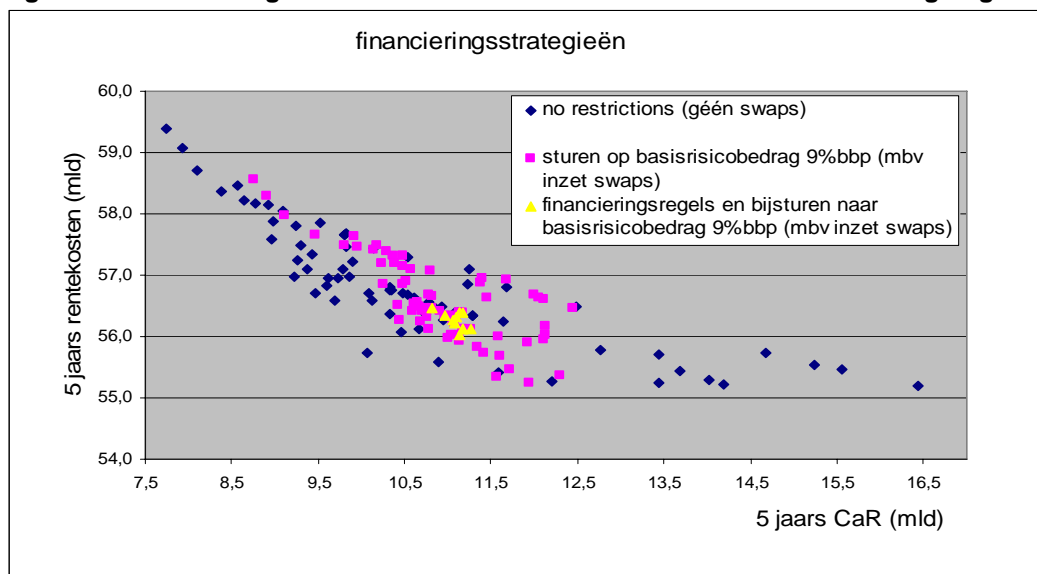


Het risicokader perkt het spectrum verder in. Niet alle portefeuilles die, gegeven de startportefeuille bereikbaar zijn, voldoen aan een basisrisicobedrag van jaarlijks 9% BBP. Toch blijven er (zeker als gebruik wordt gemaakt van swaps) nog vele portefeuilles over die voldoen aan de stuurvariabele. Op zich is het misschien bevreemdend dat, wanneer het basisrisicobedrag voor elke portefeuille hetzelfde is, er toch verschillen in risico tussen de portefeuilles bestaan. Die verschillen worden veroorzaakt door de wijze waarop en de mate waarin de rentecurve beweegt. Hoe die beweegt hangt af van de aard en de hoeveelheid van schokken waaraan de rente is blootgesteld. Ook als aan 9% basisrisico is voldaan, is een portefeuille met relatief veel korte leningen risicovoller dan een portefeuille met veel lang geld. Dat komt (grofweg) omdat een schok de grootste impact heeft op de korte rente, en de korte rente dus volatieler is dan de lange.

Figuur III.3 illustreert ten eerste de kosten-risico verhouding voor portefeuilles die, gegeven de startportefeuille, bereikbaar zijn. Dit is de grootste puntenwolk. Vervolgens is in kaart gebracht hoe het risicokader de mogelijkheden verder inperkt. Met de voorwaarde van een basisrisicobedrag van jaarlijks 9% BBP, blijft een kleinere puntenwolk over.

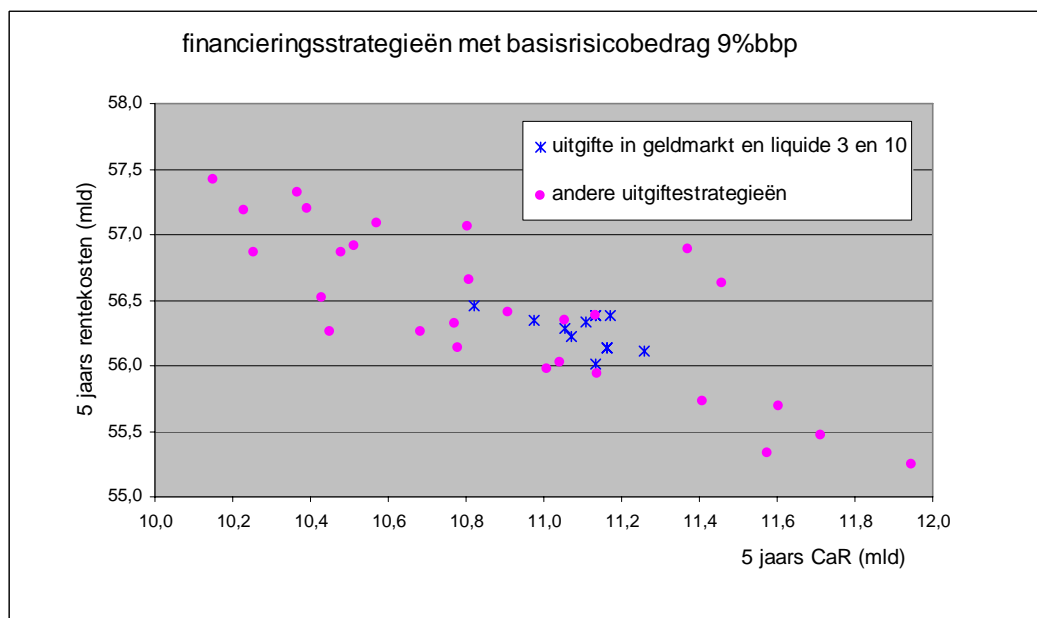
Tot slot zijn er de financieringsregels. Deze behoeden de schuldmanager voor het samenstellen van extreme portefeuilles (van slechts ultrakorte of ultralange leningen), die vervolgens grotendeels moeten worden teruggeswapt om het risicobedrag van 9% BBP te halen. De financieringsregels bewerkstelligen dat een beperkt aantal leningen in de juiste omvang en verhouding wordt uitgegeven én dat een beperkte hoeveelheid swaps voldoende is. De clustering van gele punten in het midden is het resultaat.

Figuur III.3 Afbakening van kosten en risico door risicokader en financieringsregels⁴³



Figuur III.4 is een uitvergroting van de puntenwolk die aan 9% basisrisico voldoet én aan de inperking daarbinnen door de financieringsregels.

Figuur III.4. Uitvergroting van de 9%-puntenwolk en de clustering door financieringsregels



⁴³ 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 feitelijk saldo en de bbp ontwikkeling, zijn voor elke financieringsstrategie de verwachte rentekosten en de verwachte CaR ex post berekend voor de periode 2002-2006.

Gegeven de startportefeuille, het risicokader én de financieringsregels zijn de mogelijke kosten-risico combinaties van schuldfinanciering behoorlijk begrensd. Figuur III.4 laat dit zien. Bezien over de periode 2002-2006 hebben risicokader en financieringsbeleid *samen* als vangrail goed gewerkt en is bereikt dat noch de kosten noch het risico van schuldfinanciering extreme vormen hebben aangenomen.

Werkbaarheid van het risicokader

Het risicobeleid en de financieringsregels zijn goed vol te houden zolang van jaar op jaar slechts het aflosprofiel met swaps moet worden bijgestuurd naar een basisrisicobedrag van 9% BBP. Onderdeel van het basisrisicobedrag in enig jaar is echter ook de omvang van de geldmarktportefeuille per ultimo van het jaar ervóór. Terwijl aflossingen op de kapitaalmarkt al veel langer vaststaan, is de omvang van de herfinanciering van geldmarktleningen pas precies bekend op de laatste dag van het jaar. De geldmarkt dient immers als buffer voor fluctuaties in het kassaldo. Onverwachte meevallers in de laatste periode van het jaar (zoals in 2005 en 2006) leiden tot een geringere netto geldmarktfinanciering. Dit reduceert herfinanciering in het volgende jaar en daarmee het basisrisicobedrag. Onverwachte tegenvallers leiden tot een grotere geldmarktfinanciering en daarmee, in het volgende jaar, tot een groter basisrisicobedrag. Hoewel op het risico van tegenvallers door het risicokader niet direct wordt gestuurd en beoogd was om dit incidentele risico zoveel mogelijk buiten het risicokader te houden, heeft dit in de praktijk grote invloed op de haalbaarheid van de stuurvariabele.

Naarmate het jaar vordert, wordt het steeds moeilijker om het basisrisicobedrag bij te sturen naar 9% BBP als de ontwikkelingen in het saldo daartoe aanleiding geven. Een groot deel van het financieringsplan (de uitgifte van leningen) is dan immers al uitgevoerd met als gevolg dat het gehele effect in de geldmarkt zal neerdalen. Toch wordt getracht het doel zo dicht mogelijk te naderen. Afhankelijk van het probleem (te hoog of te laag risicobedrag) kunnen verschillende instrumenten worden ingezet. Voorbeelden zijn het afsluiten van payer- of receiver swaps, en het schrappen of inkopen van kapitaalmarktleningen, danwel de extra uitgifte daarvan. Ondanks de inzet van deze instrumenten is het soms te laat om het beoogde basisrisicobedrag nog exact te bereiken. Zo kon per ultimo 2005 worden geconstateerd dat door de forse meevallers in het kassaldo – en een gedwongen vermindering van de netto geldmarktomvang – het risicobedrag in 2006 slechts 8% BBP zou bedragen.

Aan het voorgaande kan nog één constatering worden toegevoegd. Een veranderende geldmarkt als reactie op een veranderend kassaldo maakt het hoe dan ook lastig een vooraf bestemde omvang voor het basisrisicobedrag te verwezenlijken. De koppeling van het basisrisicobedrag aan het BBP maakt het extra lastig. Zoals eerder is toegelicht, zorgt de koppeling ervoor dat het

risico gaat meedemen met de draagkracht daarvoor in de begroting. Als, in absolute termen, het BBP harder groeit dan de schuld, zal de schuldquote dalen. Een basisrisicobedrag van 9% BBP komt dan overeen met een relatief groter deel van de schuld. Dit betekent dat ceteris paribus korter en dus risicovoller moet worden gefinancierd. Een dergelijke situatie wordt echter doorgaans veroorzaakt door een (sterk) meevallend saldo. En het effect van een meevallend saldo op de geldmarkt werkt juist de andere kant op; het risicobedrag wordt kleiner, hetgeen duidt op langere (in plaats van kortere) financiering.

Mee-ademen van het risicokader met de conjunctuur

Realisatie van het basisrisicobedrag ondanks onvoorziene schommelingen in de ramingen van het kassaldo en het BBP leidt ertoe dat het financieringsbeleid voortdurend moet worden bijgesteld. Bij meevallers zal moeten worden verkort en bij tegenvallers verlengd. Omdat de stuurvariabele bovendien is gekoppeld aan het BBP, komt het er de facto op neer dat het financieringsbeleid gaat mee-ademen met de conjunctuur. Op het moment dat de conjunctuur verbetert en het kassaldo gaat meevallen, wordt verkort. Zodra de conjunctuur op zijn retour is, en zich tegenvallers aandienen, moet worden verlengd. Het volgen van de conjunctuur leidt tot just-in-time sturing en grillig beleid (verkorten, verlengen, verkorten..).

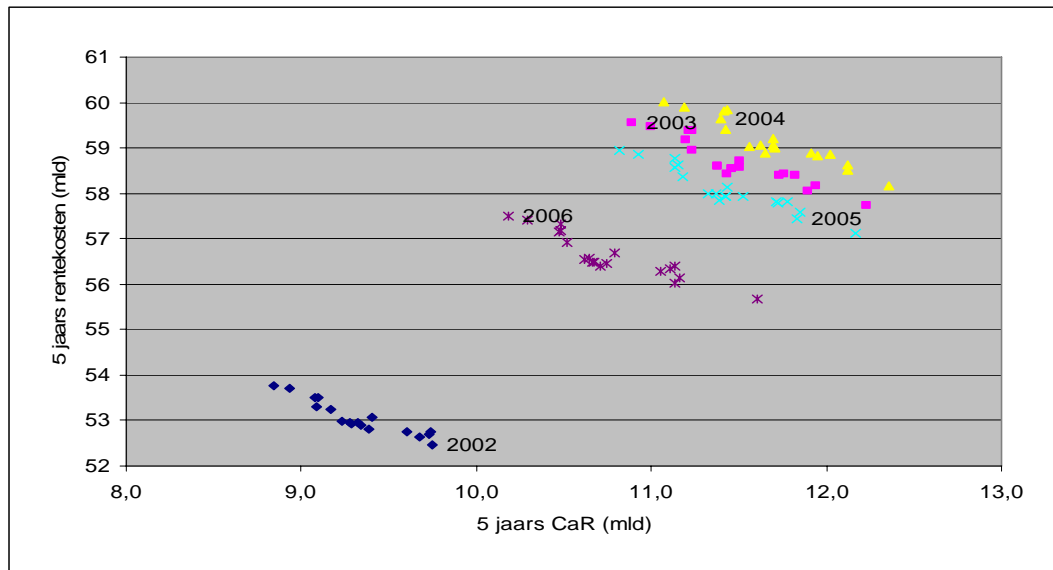
Vanuit de gedachte dat het gewenst is het risico te laten 'mee-ademen' met de capaciteit van de begroting om dat risico te dragen is het logisch om als reactie op een trendmatige verbetering van de economische groei, en diensgevolge trendmatige daling van de schuld, die schuld geleidelijk korter (goedkoper) te gaan financieren. In het huidige risicokader echter worden alle wijzigingen (ook de conjuncturele) opgevat als trend.⁴⁴ Bezien over een hele conjunctuurcyclus wordt dus vele malen *vaker* verlengd en verkort dan vanuit trendoverwegingen nodig zou zijn. Dit leidt tot onnodige verandering van rentelasten en daarmee tot ongewenst risico.

Figuur III.5. illustreert wat veranderingen in het BBP en het kassaldo betekenen voor de financieringsstrategie. De figuur toont vijf verschillende ramingscenario's (2002 t/m 2006) voor het BBP en het kassaldo over een periode van 5 jaar. Voor elk scenario zijn verschillende financieringsstrategieën doorgerekend die allen voldoen aan een basisrisicobedrag van 9% BBP. Opgemerkt moet worden dat een efficiënt frontier steeds voor slechts één specifieke schuldumfang en BBP geldt. De puntenwolken in de figuur horen steeds bij een andere schuldumfang en een ander BBP. De denkbeeldige efficiënt frontier voor 2004 ligt het verst van de oorsprong omdat de schuldumfang toen het grootst was en financiering ervan dus duur.

⁴⁴ Bovendien zijn er in het kassaldo ontwikkelingen die weinig/niets met de economische werkelijkheid te maken hebben.

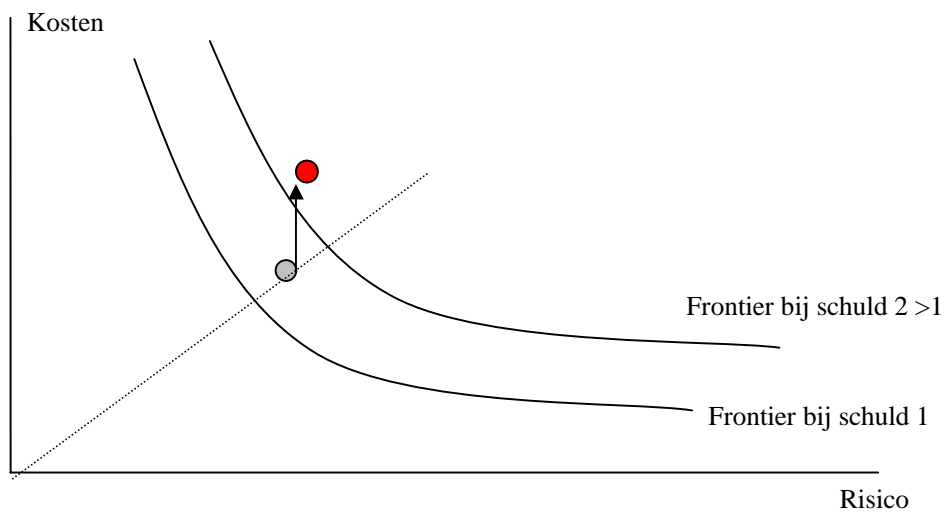
Figuur III.5.

Kosten en risico's van financieringsstrategieën bij vijf scenario's voor kassaldo en BBP



Behalve de verschuiving die te maken heeft met de verschuiving van de frontier, kan in elke puntenwolk worden vastgesteld dat een ramingsbijstelling leidt tot onmiddellijke bijsturing van de leningenportefeuille met swaps. Het resultaat is dat de afruil tussen kosten en risico voor een vergelijkbare financieringsstrategie in elk scenario verschillend is. Na elke ramingsbijstelling zal de afruil tussen kosten en risico dus veranderen.

Figuur III.6 Bij stijging van de schuld schrijft het risicokader minder risico voor (verlengen)



Figuur III.6 illustreert in abstracte termen wat het risicokader impliceert als de schuld in omvang stijgt.⁴⁵ Bij stijgende schuld als percentage van het BBP daalt het basisrisicobedrag als percentage van de schuld. In plaats van een evenredige verschuiving van de leningenportefeuille (over de rechte lijn uit de oorsprong), verschuift de strategie naar een portefeuille met relatief geringer risico. Er wordt dus verlengd.

Geconcludeerd kan worden dat, waar het vanuit trendoverwegingen gewenst kan zijn om te verlengen of te verkorten, de frequente aanpassing van de risicopreferentie als reactie op de conjunctuur nodig noch wenselijk is.

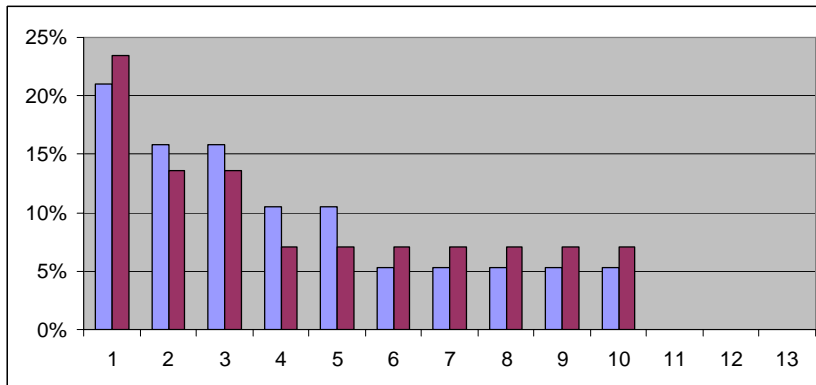
Efficiency van het risicokader

Efficiënte financiering in het huidige risicokader betekent dat, op voorwaarde dat het risico nog *net* acceptabel is, zo goedkoop mogelijk wordt geleend. In de praktijk impliceert dit dat het basisrisicobedrag van 9% BBP jaarlijks moet worden gerealiseerd. Immers; een basisrisicobedrag kleiner dan dat levert een duurdere financiering dan binnen de gestelde randvoorwaarden nodig is. Naast het risicobedrag waaraan moet worden voldaan, gelden ook de eerder besproken financieringsregels. Deze dragen er enerzijds toe bij dat (bezien over een periode van 5 jaar) de kosten en het risico geen extreme waarden aannemen. Anderzijds introduceren zij ook enige inefficiency in het beleid.

De historische samenstelling van de portefeuille en de financieringsregels bepalen in grote mate het aflosprofiel (figuur III.7). De huidige regels en de portefeuilles die daaruit voortvloeien, laten allen door de tijd een ongelijkmatig aflossingspatroon zien. Het model dat voor dit onderzoek is gehanteerd laat zien dat een dergelijk profiel sub-optimaal is.

⁴⁵ De grafiek is uiteraard een sterke vereenvoudiging van de werkelijkheid en houdt geen rekening met veranderingen in het BBP. De parallelle verschuiving wordt uitsluitend veroorzaakt door de stijgende schuld in absolute termen.

Figuur III.7. Jaarlijkse aflossingen in % van de schuld voor twee aflosprofielen die voldoen aan de financieringsregels (10/5/3/geldmarkt en 10/3/geldmarkt)



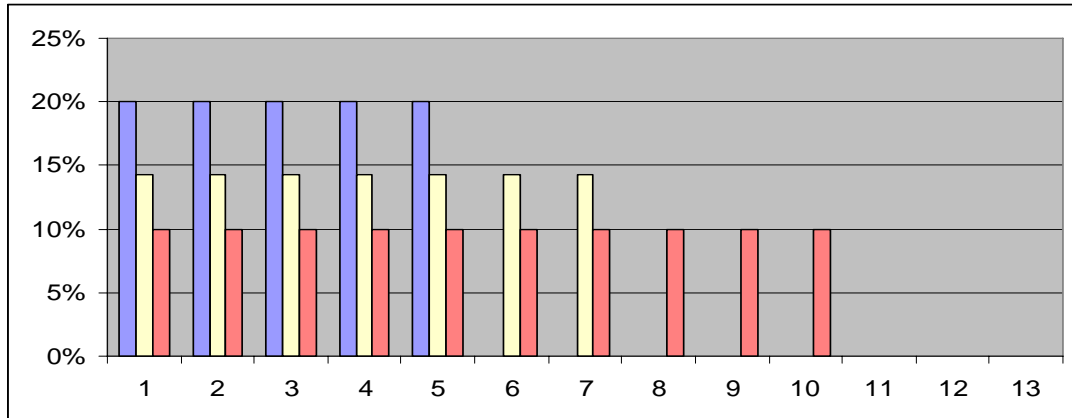
Ook het risicoprofiel dat na de inzet van swaps uit het aflossingsprofiel volgt, kent geen gelijkmatig patroon. In het huidige risicokader wordt er namelijk rekening mee gehouden dat toekomstige uitgiftes te zijner tijd zullen meetellen in de realisatie van 9% BBP. Het gevolg is dat het basisrisicobedrag alleen voor het eerstvolgende jaar volledig wordt klaargezet. Latere jaren kennen een risicobedrag dat aanvankelijk lager is. Voor portefeuilles waarvan het aflosprofiel in de eerste jaren qua omvang dichtbij 9% BBP ligt, is een beperkte hoeveelheid swaps voldoende om (als het moment zich aandient) het gewenste risicoprofiel (van 9% BBP) te realiseren.

In het huidige risicokader zijn dus noch het aflosprofiel noch het risicoprofiel gelijkmatig gespreid over de tijd. Een gelijkmatig risicoprofiel kenmerkt zich door steeds hetzelfde risicobedrag in de eerste segmenten en een risicobedrag gelijk aan nul in de periode daarna (figuur III.8). Het model toont dat financieringsstrategieën met een gelijkmatig risicoprofiel onder normale marktomstandigheden maximaal efficiënt zijn (annex 5). Ze zijn qua efficiency dus te prefereren boven strategieën die geen gelijkmatig risicoprofiel hebben.

Een gelijkmatig aflosprofiel wordt in stand gehouden door de voortdurende uitgifte van één lening. Een aflosprofiel met een risicobedrag van 20% van de schuld in elk van de eerste vijf segmenten kan worden gecontinueerd met voortdurende herfinanciering in 5 jaars leningen (figuur III.8). In theorie is niet persé een gecentreerde portefeuille nodig om een gelijkmatig risicoprofiel te bereiken. In principe kan elk willekeurig *aflosprofiel* worden omgezet naar een gelijkmatig *risicoprofiel* door de inzet van renteswaps. In praktijk is dat wellicht lastiger omdat de hoeveelheid en de looptijd van de benodigde swaps een beperking kunnen vormen.

Figuur III.8.

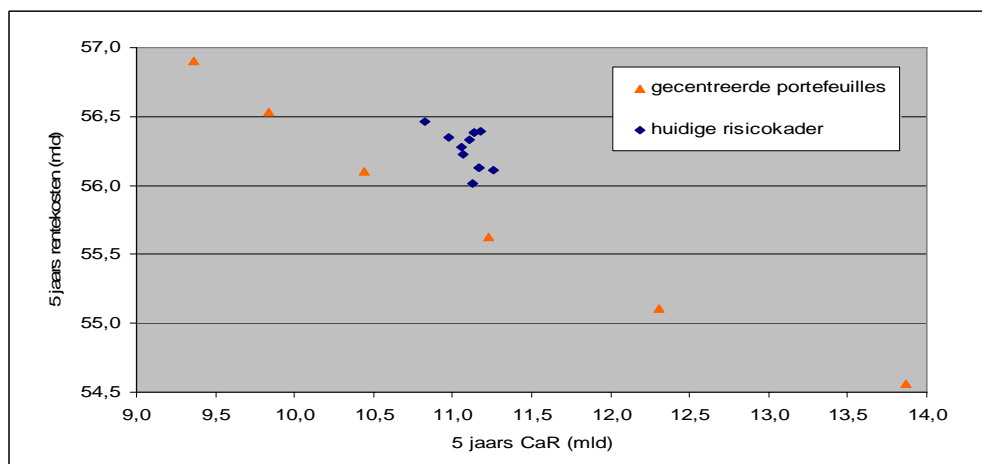
Gelijkmatige aflosprofielen door voortdurende uitgifte van 5, 7 of 10 jaars leningen



Figuur III.9 laat zien hoe de kosten-risico verhouding van gecentreerde portefeuilles met een gelijkmatig risicoprofiel (gemodelleerd over de periode 2002-2006) zich verhielden tot het risicoprofiel dat hoort bij de portefeuilles waarin daadwerkelijk werd gefinancierd (een selectie uit de clustering van punten in figuur III.3). De portefeuilles in het huidige risicokader bestaan per definitie uit meerdere leningen. Bovendien geldt dat renteswaps niet worden ingezet om voor meerdere jaren achtereen een risicobedrag klaar te zetten, aangezien ruimte wordt gelaten voor toekomstige uitgiftes. De inefficiëntie in de risicoprofielen van het huidige kader komt tot uitdrukking in de figuur.

Figuur III.9.

Financieringsstrategieën in huidig risicokader tegen gecentreerde portefeuilles, 2002-2006



Gegeven het feit dat er enige flexibiliteit bestaat in de keuze van leningen en dat renteswaps als instrument beschikbaar zijn, kan een gelijkmatiger risicoprofiel wél worden bereikt. Relatief tot de huidige financieringswijze blijkt uit het model dat nog iets efficiënter kan worden gefinancierd.

Conclusie

Samenvattend kan worden gesteld dat het risicokader en de financieringsregels samen een adequate vangrail voor het risico van schuldfinanciering hebben gevormd. De werkbaarheid van het kader daarentegen liet te wensen over. Bovendien is gebleken dat schommelingen in het saldo reacties oproepen in de schuldfinanciering die nodig noch wenselijk zijn. In termen van efficiency, tenslotte is nog enige winst te behalen.

IV. Nieuw risicokader

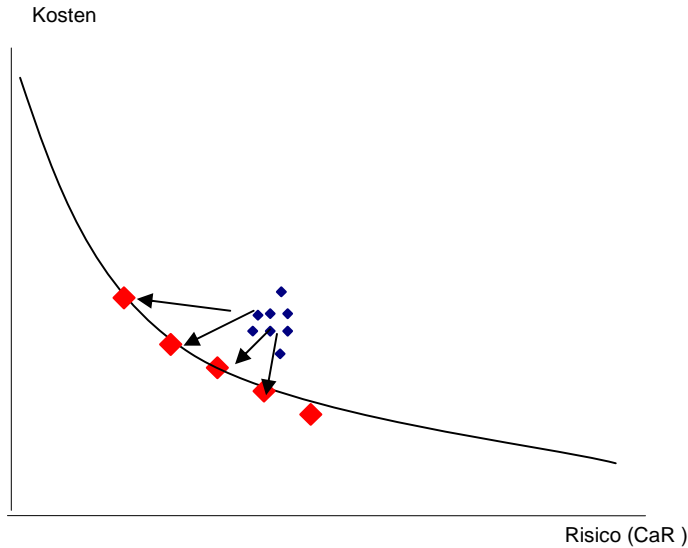
IV.1 Samenvatting

In het nieuwe kader zal gebruik worden gemaakt van een benchmark (ijkpunt). Deze benchmark wordt zo gekozen dat gestuurd wordt op een portefeuille met een gecentreerd risicoprofiel. Waar het gebruik van een *benchmark* de werkbaarheid van het kader vergroot, vergroot *keuze voor de gecentreerde portefeuille als benchmark* de efficiency.

Een benchmark is een objectieve maatstaf waaraan de prestaties van de schuldmanager worden gespiegeld. De keuze van benchmark behelst enerzijds de keuze voor een specifieke portefeuille. Uit oogpunt van efficiency, beperkt die keuze zich tot gecentreerde portefeuilles. De keuze van benchmark houdt ook in dat bepaald wordt tegen welke rente (type curve) de benchmarkportefeuille wordt gefinancierd. Nadat alle kenmerken zijn bepaald, zijn de kosten en het risico van de benchmarkportefeuille eenduidig gedefinieerd. De benchmark schrijft exact voor wat de schuldmanager in theorie zou moeten doen; namelijk steeds een beetje x-jaars uitgeven tegen de geselecteerde rente.

In de praktijk kan de benchmark uitsluitend worden gerepliceerd door op *exact* dezelfde manier tegen *exact* hetzelfde rendement te financieren. Het is daarom belangrijk dat de eigenschappen van de benchmark in praktijk repliceerbaar *zijn*. Dit betekent overigens niet dat de schuldmanager in praktijk daadwerkelijk exact dezelfde strategie zal toepassen als in de benchmarkportefeuille. De invulling van de werkelijke financieringsstrategie zal een combinatie zijn van het uitgiftebeleid plus gebruik van instrumenten zoals swaps. Figuur IV.1 laat meerdere benchmarkportefeuilles zien. Na de keuze van de benchmarkportefeuille, streven we naar één daarvan.

Figuur IV.1 Streven naar een gecentreerde benchmarkportefeuille is in theorie optimaal



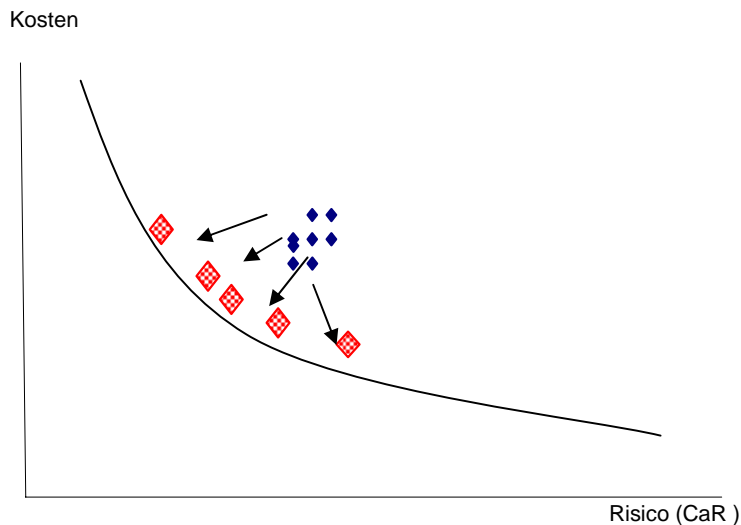
Als de benchmark goed wordt gekozen en ingericht zal deze, net als het huidige risicokader, een *adequate vangrail* voor het risico zijn. Voorts wordt de sturing nog eenduidiger; de schuldmanager benadert risico en kosten van één punt op de efficient frontier. De benchmark is eenduidig, ook zonder aanvullende financieringsregels.

Een benchmark is *transparent*. Die transparantie wordt gewaardeerd door de markt én maakt de (politieke) aansturing van de schuldmanager gemakkelijker.

In termen van *efficiency* mag worden verondersteld dat winst behaald kan worden door te sturen op een gecentreerde portefeuille. Het model laat zien dat, over een horizon van vijf jaar en bij een opwaarts lopende rentecurve, portefeuilles met een gecentreerd risicoprofiel in een evenwichtssituatie efficiënter zijn dan portefeuilles met een grillig profiel. Ook de transparantie is bevorderlijk voor de efficiency. De benchmark prikkelt namelijk tot een 'slimme' inzet van de financieringsinstrumenten.

Iets van die efficiency zal moeten worden ingeleverd ten gunste van een betere werkbaarheid van het risicokader voor de staatsschuld. De *werkbaarheid* van het huidige beleid wordt belemmerd door onvoorziene schommelingen in het saldo. In het nieuwe beleid wordt deze verstoring omzeild, door saldomutaties onderdeel te laten zijn van de doelvariabele. Op die manier kunnen ze geen discrepantie veroorzaken tussen doel en realiteit. Verwerking in de benchmark van het saldo doet overigens geen afbreuk aan de eenduidigheid ervan.

Figuur IV.2. Streven naar een gecentreerde benchmarkportefeuille is optimaal, maar inbegrip van saldomutaties zorgt voor kleine inefficiënties ten opzichte van de theorie



In begroting en jaarverslag zal over de prestaties ten opzichte van de benchmark worden gerapporteerd. Er kan prestatie worden geleverd op de *kosten* van schuldfinanciering, maar belangrijk is vooral hoe dicht het *risicoprofiel* van de benchmark wordt benaderd.

Ten aanzien van de kosten worden simpelweg de kosten van de portefeuille afgezet tegen de kosten van de benchmark.⁴⁶ De prestatie van de schuldmanager is constant, zolang zijn resultaat ten opzichte van de benchmark niet wijzigt. Net als elke portefeuille kent de benchmark verwachte rentelasten en een risico dat die lasten hoger zullen uitvallen. Een prestatie die de benchmark evenaart houdt dus niet in dat daarmee de rentelasten laag zullen zijn. Mocht de schuldmanager het uiteindelijk net iets beter gaan doen dan de benchmark, dan zullen de *verwachte* kosten lager zijn dan de kosten van de benchmark.

Vervolgens wordt het risicoprofiel van de werkelijke portefeuille vergeleken met dat van de benchmark. Het is vrij eenvoudig om periodiek inzicht te geven in de mate waarin het risicoprofiel het beoogde profiel nadert.

Selectie van de benchmarkportefeuille in de praktijk

Behalve enkele praktische randvoorwaarden waaraan de benchmark moet voldoen, is de selectie van de benchmarkportefeuille in hoofdzaak gebaseerd op wat wenselijk is. Daar is vooral van belang welke vorm van schuldfinanciering het beste past bij het begrotingsbeleid in den brede.

⁴⁶ Die kosten betreffen grotendeels de rentelasten van schuldfinanciering volgens de benchmark en volgens de praktijk. Voorts is ook de marktwaarde van de schuldportefeuille relevant. Uitleg daarover in de uitwerking van het hoofdstuk.

Volgens die doelstellingen streeft het kabinet er enerzijds na dat — conform het regeerakkoord in de aanloop naar het overschot in 2011 — goede begrotingsresultaten worden bereikt. Anderzijds wordt er op toegezien dat risico's voldoende beheersbaar blijven zodat een solide begrotingsbeleid niet in gevaar komt. Elke bereikbare portefeuille kent een bepaald niveau van kosten en van risico, dat nog wijzigt met het veronderstelde scenario voor de saldo-ontwikkeling. Daar het risicokader vooral een vangrail moet zijn (in het ergste geval nog effectief), moet nadrukkelijk rekening worden gehouden met het risico's van een saldooverslechtering en de vertaling daarvan naar de rentelasten. Voorts is het van belang in hoeverre, als onderdeel van het huidige begrotingsbeleid, naar een verkorting of verlenging van de schuldportefeuille of naar het constant houden van de gemiddelde looptijd moet worden gestreefd. Relevant voor de benchmarkportefeuille is tot slot de afruil tussen de kosten en het risico. Bij een weloverwogen keuze voor een specifieke benchmarkportefeuille hoort immers dat goed nagedacht is over de verzekeringspremie die de staat bereid is te betalen voor elke euro aan geringer risico.

Op basis van het bovenstaande is ervoor gekozen om voor de sturing van het schuldbeleid in de periode 2008-2011 over te gaan op een benchmarkportefeuille die zich kenmerkt door voortdurende uitgifte in een 7-jaars lening. De keuze voor deze benchmark past bij het huidige begrotingsbeleid. Als gevolg van het huidige begrotingsbeleid daalt naar verwachting de schuldquote. In het huidige risicokader waarbij op een basisrisicobedrag van 9% BBP werd gestuurd, resulteert dit tot een geleidelijke verkorting van de portefeuille. Ook de keuze voor een 7-jaars benchmarkportefeuille leidt tot een verkorting van de schuldportefeuille (gebaseerd op verwachte trend van de schuld). Met de keuze voor de 7-jaars benchmark wordt dus de huidige beleidslijn voortgezet, maar naar verwachting tegen gemiddeld geringere kosten en kleiner risico.

In tegenstelling tot het kader waarbij op een risicobedrag van 9% BBP werd gestuurd, beweegt de gekozen benchmark niet mee met de conjunctuur. Dat is bewust omdat schommelingen in de conjunctuur en het saldo debet waren aan de manco's die ten aanzien van de werkbaarheid waren geconstateerd. Dat neemt niet weg dat de huidige stuurvariabele niet aangepast zou kunnen worden aan veranderingen in de economische of budgettaire situatie. We achten het echter zinvol om de staatsschuld (als olietanker) alleen dan bij te sturen als sprake is van trendmatige wijzigingen in de economie. Dergelijke trends worden slechts mettertijd zichtbaar. Als onderdeel van de periodieke evaluatie van het risicokader zal daarom steeds worden bezien of er trendbreuken zijn die aanleiding geven de keuze van benchmark bij te stellen.

IV.2 Uitwerking

Met de vormgeving van het nieuwe risicokader 2008-2011 wordt beoogd een verbetering te realiseren ten overstaan van het huidige kader. Hoewel reeds een behoorlijke verbetering in het risicomanagement is gemaakt met invoering van het kader 2003-2007, kan ten aanzien van de werkbaarheid en de efficiency nog een stap worden gemaakt. Dit zijn dan ook de twee belangrijkste aanknopingspunten voor het nieuwe ontwerp.

IV.2.1. De benchmark; vormgeving, voordelen, en prestatiemeting

In het nieuwe kader zal gebruik worden gemaakt van een benchmark (ijkpunt). Deze benchmark wordt zo gekozen dat gestuurd wordt op een portefeuille met een gecentreerd risicoprofiel. Waar het gebruik van een *benchmark* de werkbaarheid van het kader vergroot (ten opzichte van een kader zonder ijkpunt), vergroot *keuze voor de gecentreerde portefeuille als benchmark* de efficiency. In dit onderdeel wordt toegelicht wat de benchmark is en hoe inrichting en gebruik ervan in de praktijk ertoe leiden dat het kader op efficiency en werkbaarheid beter functioneert dan het huidige kader.

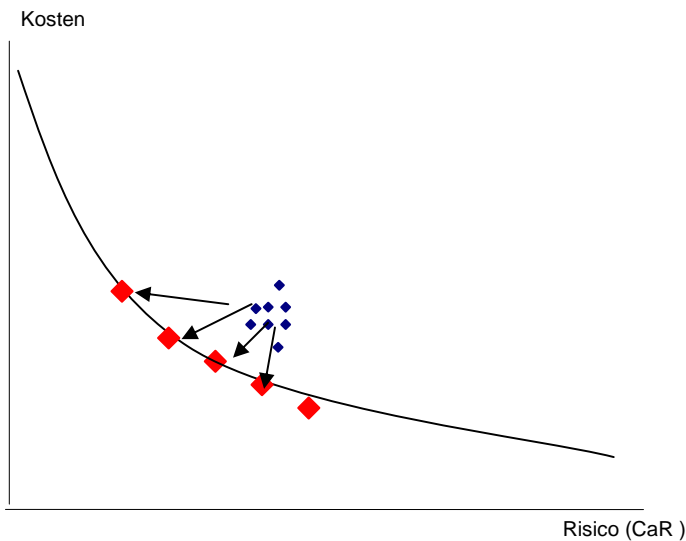
Wat is een benchmark?

Een benchmark is een objectieve maatstaf waaraan de eigen prestaties kunnen worden gespiegeld. De hier bedoelde benchmark voor risicomanagement heeft een aantal kenmerken.

1. De basis van de benchmark is een fictieve portefeuille met een gecentreerd risicoprofiel (benchmarkportefeuille); die portefeuille is efficiënt in de afruil tussen kosten en risico.
2. De benchmark schrijft eenduidig voor wat de schuldmanager in theorie zou moeten doen.
3. Daarbij staat vast tegen welk rendement moet worden geherfinancierd
4. De benchmarkportefeuille is zodanig samengesteld dat deze in praktijk replicerbaar is.

Figuur IV.3

De Benchmark is een gecentreerde efficiënte portefeuille; een punt op de efficiënt frontier



In de benchmarkportefeuille kan, bij constante schuld, een gecentreerd risicoprofiel worden gehandhaafd door de aflossing steeds te herfinancieren met uitgifte in één lening met dezelfde looptijd. De benchmark voor de staatsschuld schrijft dus precies voor wat de schuldmanager in theorie zou moeten doen, namelijk elke dag een beetje uitgeven in dezelfde lening. De benchmark is daarmee eenduidig gedefinieerd. Doordat ook vastgelegd wordt tegen welk rendement de benchmarkportefeuille moet worden gefinancierd zijn de kosten en het risico van de benchmark eveneens eenduidig gedefinieerd. Door de eenduidige definitie kunnen kosten en risico uitsluitend worden gerepliceerd door in praktijk op *exact* dezelfde manier tegen *exact* hetzelfde rendement te financieren. Het is daarbij belangrijk dat de eigenschappen van de benchmark (zoals het gekozen rendement en de benchmarkportefeuille) ook daadwerkelijk *repliceerbaar* zijn. Repliceerbare portefeuilles door de uitgifte van leningen zijn alleen de 5- en de 10-jaars benchmark. Met behulp van bv. swaps zijn ook andere punten repliceerbaar. Enkele andere portefeuilles (die overigens best dichtbij kunnen liggen) zullen praktisch niet repliceerbaar blijken.

Waarom is een benchmark wenselijk?

Als de benchmark goed wordt gekozen en ingericht zal deze, net als het huidige risicokader, een *adequate vangrail* voor het risico van schuldfinanciering vormen. De gekozen benchmarkportefeuille bepaalt immers het maximaal te lopen risico. Verder is toegelicht dat de benchmark het doel uiterst *precies* definieert. Daarmee wordt de afbakening die in het risicokader 2003-2007 al grotendeels was gerealiseerd compleet gemaakt; de schuldmanager moet risico en kosten van één punt aan op de efficiënt frontier benaderen. Met de benchmark als centrale stuurvariabele

zijn, anders dan in het huidige risicokader, geen aanvullende financieringsregels nodig om die eenduidigheid te garanderen.

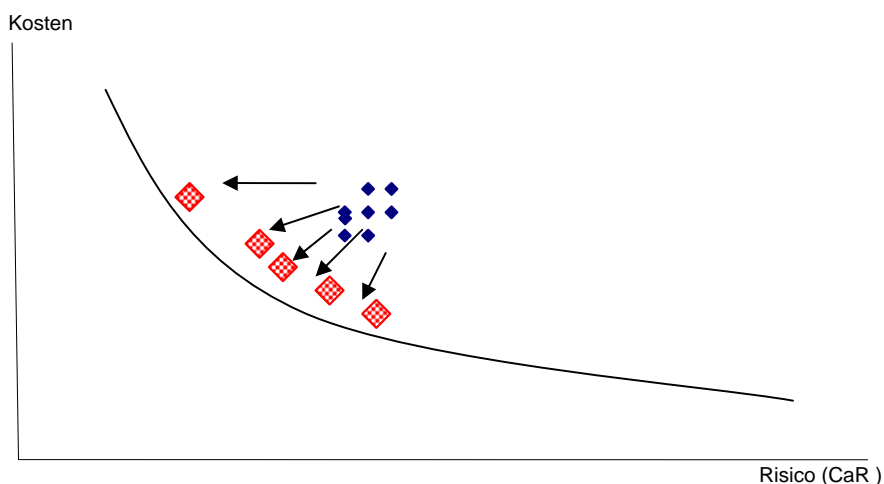
Een benchmark (wat een eenduidig ijkpunt is) past ook in het streven naar *transparantie*. Met grotere transparantie wordt vooral gedoeld op de effecten (in termen van kosten en risico) van het financieringsbeleid en de uitvoeringsbeslissingen. Die transparantie wordt gewaardeerd door de markt (hetgeen gunstig is voor de prijsvorming van het Nederlands papier) én maakt de (politieke) aansturing van de schuldmanager gemakkelijker.

In termen van *efficiency* mag ex ante worden verondersteld dat enige winst behaald kan worden door de benchmark zo te kiezen dat wordt gestuurd op een portefeuille met een gecentreerd risicoprofiel. Het huidige risicokader levert (zoals toegelicht in hoofdstuk III) een ongelijkmatig ('grillig') aflossings- én risicoprofiel. Over een horizon van vijf jaar en bij een opwaarts lopende rentecurve laat het gehanteerde model zien dat in een evenwichtssituatie portefeuilles met een gecentreerd risicoprofiel ex ante efficiënter zijn dan portefeuilles met een grillig profiel (annex 5).

Opgemerkt zij dat de voordelen van een gecentreerde portefeuille zijn gemodelleerd in een evenwichtssituatie. In praktijk zijn er altijd saldomutaties. Die zullen zorgen voor tijdelijke inefficiënties, waardoor de theoretische efficiënte portefeuille in praktijk niet haalbaar is (Figuur IV.4). Er bestaat dus een spanningsveld tussen efficiëntie enerzijds en werkbaarheid anderzijds.

Figuur IV.4.

Saldomutaties in theoretisch efficiënte portefeuilles maken deze minder efficiënt



Ook de eerder genoemde transparantie is bevorderlijk voor de efficiency. De benchmark prikkelt namelijk tot een 'slimme' inzet van de financieringsinstrumenten hetgeen tot betere prestaties

leidt. Die prikkel komt voort uit het feit dat van elke keuze binnen het financieringsbeleid (of die nu door de schuldmanager of de overheid in den brede wordt gemaakt) direct zichtbaar wordt of die keuze efficiënt was in de zin dat de benchmark wordt benaderd (of te zijner tijd zelfs verslaan).

De *werkbaarheid* van het huidige beleid wordt vooral belemmerd door de onvoorziene schommelingen in het saldo die om een reactie vragen. Zonder dergelijke reactie wordt het doel (9% BBP) niet bereikt. In het nieuwe beleid wordt een methode geïntroduceerd die dit omzeilt. De facto komt die erop neer dat schommelingen in het saldo onderdeel worden van de doelvariabele zodat ze geen discrepantie meer kunnen veroorzaken tussen doel en realiteit. De saldoschommelingen zijn voor de schuldmanager een gegeven. Het is dan ook juist deze schommelingen geen onderdeel te laten zijn van de prestatie van de schuldmanager die wordt afgemeten aan de benchmark. Verwerking in de benchmark van het saldo doet geen afbreuk aan de eenduidigheid ervan. Ook na verwerking van het saldo is precies duidelijk wat de schuldmanager in theorie zou moeten doen.

Net als dat de haalbaarheid van de benchmark onafhankelijk is van saldomutaties, geldt die onafhankelijkheid ook voor andere variabelen die voor de schuldmanager als gegeven moeten worden beschouwd. Bij stijgende of dalende rente zal het resultaat ten opzichte van de benchmark niet wijzigen, aangezien de rentemutaties zowel de benchmark als de realiteit beïnvloeden. De benchmark is daarmee zowel een verbetering ten opzichte van het huidige kader (geen last van conjunctuur en saldomutaties) als ten opzichte van het kader daarvoor. In de periode voorafgaand aan het huidige kader was de stuurvariabele gebaseerd op duration. Deze is afhankelijk van bewegingen in de marktrente. Bij stijgende rente en overigens gelijkblijvend beleid daalde de duration en moest het beleid worden bijgesteld, ook al waren variabelen als de omvang van de schuld en de risicovoorkeur niet veranderd.

Hoe worden prestaties ten opzichte van de benchmark gemeten?

Als de benchmarkportefeuille als stuurvariabele wordt geïnstalleerd moeten ook de prestaties ten opzichte van die benchmark worden gemeten. Die prestaties zijn eigenlijk tweërlei. Er kan prestatie worden geleverd op de *kosten*, maar belangrijk is ook hoe dicht het *risicoprofiel* van de benchmark wordt benaderd.

- *Prestatie in termen van kosten*

Het resultaat dat voor de benchmark relevant is, is de zogenaamde 'total return'. De total return is een andere definitie dan de definitie die voor de rentelasten in de begroting wordt gehanteerd. Het verschil tussen beide definities wordt veroorzaakt door verandering in de waarde van de portefeuille gemeten over het begrotingsjaar. Dit is feitelijk het *ongerealiseerde* resultaat wat niet

in de rentelasten van dat jaar (*gerealiseerd* resultaat) tot uitdrukking komt. Het gebruik van de total return in plaats van de definitie in de begroting is noodzakelijk om uit te sluiten dat de schuldmanager ongerealiseerde verliezen voortdurend voor zich uit schuift om zo de benchmark te verslaan.⁴⁷ Een verband tussen de definities is echter goed te leggen en dat zal in de relevante rapportages over de benchmark ook gebeuren.

Voor zowel de benchmarkportefeuille als de werkelijke portefeuille kan een 'total return' resultaat berekend worden. Het verschil hiertussen is het *resultaat ten opzichte van de benchmark*. Dit resultaat kan worden opgesplitst naar een resultaat dat is gerealiseerd op de herkenbare definitie van de rentelasten en een resultaat dat voortkomt uit veranderingen in de marktwaarde.⁴⁸

De prestatie van de schuldmanager is constant, zolang het resultaat ten opzichte van de benchmark niet significant wijzigt. Het is uiteraard de bedoeling om minimaal even goed te presteren als de benchmark. In dit laatste geval is het total return resultaat van de werkelijke portefeuille *lager* dan het total return resultaat van de benchmarkportefeuille. Het voordeel kan tot uitdrukking komen in de rentelasten dan wel in de marktwaarde van de schuld.

- *Prestatie in termen van risico*

Naast het vergelijken van het resultaat in termen van kosten, kan ook het risicoprofiel van de werkelijke portefeuille worden vergeleken met dat van de benchmarkportefeuille om een indicatie te krijgen van de prestaties. Het is vrij eenvoudig om periodiek inzicht te geven in de mate waarin het risicoprofiel het beoogde profiel nadert.

Bedacht moet worden dat de werkelijke portefeuille initieel zal afwijken van de gekozen benchmarkportefeuille. Er zal dus een periode zijn waarin het grillige risicoprofiel van de werkelijke portefeuille zich zal ontwikkelen naar het gecentreerde profiel van de benchmarkportefeuille. Hoe lang die periode is, hangt af van de aanvankelijke afstand tussen de benchmark en de werkelijke portefeuille. Gedurende deze periode mag niet worden verwacht dat de beoogde benchmark behaald of verslagen wordt. Wél kan voor de overgangperiode een pad worden afgesproken waaraan de prestaties van de schuldmanager afgemeten kunnen worden.

⁴⁷ Ten behoeve van de prestatiemeting zijn marktwaardeveranderingen van de portefeuille wel degelijk van belang omdat ze invloed hebben op de waarde van de schuld.

⁴⁸ NB: De rentelasten van de benchmarkportefeuille zullen van jaar tot jaar verschillen als gevolg van fluctuaties in de gehanteerde marktrente (dit is, bij ongunstige rente-ontwikkeling, de materialisatie van het risico). Deze fluctuaties zullen de rentelasten van de werkelijke portefeuille op eenzelfde wijze beïnvloeden.

IV.2.2. De benchmark in de praktijk

Zoals eerder geconstateerd kunnen kosten en risico van de benchmarkportefeuille uitsluitend worden gerepliceerd door in praktijk op exact dezelfde manier tegen exact hetzelfde rendement te financieren. Dit betekent niet dat de schuldmanager in praktijk daadwerkelijk exact dezelfde strategie zal toepassen als in de benchmarkportefeuille. De invulling van de werkelijke financieringsstrategie zal gebeuren door inzet van een combinatie van instrumenten (geldmarkt, leningen, swaps, inkoop). De keuze van instrumenten is een voortdurende afweging van kosten en risico. Elke keuze zal aanvankelijk resulteren in een afwijking ten opzichte van de benchmark. Een lening in segment x is namelijk niet hetzelfde als een lening in segment y met een swap van y naar x; er ontstaat een afwijking van de benchmark met gevolgen voor de kosten en/of het risico van schuldfinanciering.

De afwijkingen die in de replicatie van de benchmark zullen gaan ontstaan zijn niet per definitie slecht. Door slimme inzet van instrumenten kan het namelijk zelfs mogelijk zijn om het net iets beter te gaan doen dan de benchmark. Daar zit dan ook meteen de hiervoor besproken prikkel. Effectief is die prikkel alleen als het niet eenvoudig is de benchmark te verslaan. Na de keuze van de benchmark kan de minister de prestatie-eis ten opzichte van die benchmark bijstellen ten behoeve van een voor de schuldmanager adequate prikkel.

Bij een eenduidig risicokader (zoals een benchmark) zijn randvoorwaarden aan de producten die gebruikt mogen worden (de zogenaamde financieringsregels) niet meer nodig. Uiteraard kunnen randvoorwaarden wel worden ingegeven door andere overwegingen. Voor zover de randvoorwaarden aansluiting zoeken bij wat de markt wenselijk of aantrekkelijk vindt, dragen zij vaak indirect bij aan de realisatie van lagere kosten (terwijl het verwaarlozen van deze signalen kostenverhogend kan zijn). Zo is het vanuit liquiditeitsoverwegingen belangrijk om leningen met voldoende omvang uit te geven. Daarnaast is de jaarlijkse uitgifte van een nieuwe euro-lening in het 10 jaars segment nodig voor het creëren van een volledige curve tot het 10-jaars segment, hetgeen door de markt als positief wordt beoordeeld. Een lening in het 10 jaars segment wordt bovendien internationaal gezien als een belangrijke lening waarin nagenoeg elke schuldmanager uitgaat.

De randvoorwaarden hoeven de schuldmanager niet te belemmeren in het benaderen van de benchmark. Zolang voldoende andere instrumenten in voldoende omvang kunnen worden ingezet (zoals swaps of uitgifte in andere valuta dan de euro), kan het risicoprofiel dat resulteert door uitgifte altijd worden bijgestuurd naar het risicoprofiel van de benchmarkportefeuille. Om die reden is het in het nieuwe kader dan ook niet noodzakelijk de huidige uitgiftestrategie aan te passen; deze blijft vooralsnog ongewijzigd.

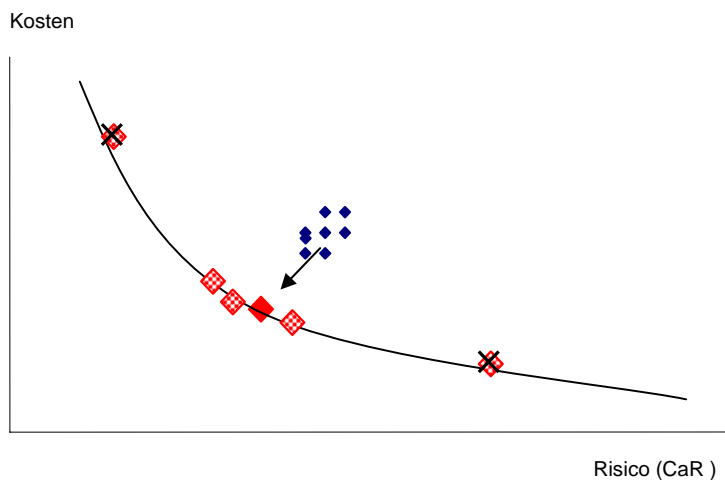
IV.2.3 De keuze van een benchmarkportefeuille

Duidelijk is dat meerdere benchmarkportefeuilles mogelijk zijn. In dit onderdeel wordt in kaart gebracht welke benchmarkportefeuilles mogelijk zijn, wat de eigenschappen van elk van die portefeuilles zijn, en welke eigenschappen doorslaggevend zijn geweest voor de keuze.

Mogelijke benchmarkportefeuilles

In theorie zou het Agentschap met financiële instrumenten vanuit de huidige portefeuille elke willekeurige andere portefeuillesamenstelling (en dus benchmark) kunnen bereiken. In praktijk echter is het verstandig een werkbare combinatie na te streven van de gewenste uitgifte strategie en de inzet van instrumenten zoals swaps. Daarmee zijn niet alle benchmarkportefeuilles even gemakkelijk te bereiken.

Figuur IV.5 De benchmark moet bereikbaar zijn vanuit de huidige strategie



De schuldportefeuille (met een omvang van circa 200 miljard) is te vergelijken met een olietanker die slechts langzaam van richting verandert. Door keuzes uit het verleden, kent de huidige portefeuille een specifiek aflossingsprofiel. De markt belooft transparantie en continuïteit en waardeert een enigszins stabiel uitgiftebeleid. Het is daarom verstandig dat beleid vooralsnog voort te zetten. Met uitgifte van leningen en gebruik van swaps zijn portefeuilles met een gecentreerd risicoprofiel die qua kosten en risico enigszins in de buurt liggen van de huidige portefeuille als benchmarkportefeuille goed bereikbaar. Portefeuilles die bestaan uit uitsluitend of

grotendeels lange financiering dan wel korte financiering zijn te extreem en komen niet in aanmerking.

Selectie van de benchmarkportefeuille 2008-2011

Ten behoeve van de uiteindelijke selectie van de benchmarkportefeuille zijn enkele mogelijke portefeuilles tegen elkaar afgewogen. Deze portefeuilles onderscheiden zich naar kosten-, en risico-niveau maar ook naar de kosten-risico verhouding. De selectie is vooral gericht geweest op de wenselijkheid van de portefeuilles gegeven hun eigenschappen van kosten en risico en de inpassing van deze beide eigenschappen in het begrotingsbeleid. Volgens de doelstellingen van het begrotingsbeleid streeft het kabinet er enerzijds na dat goede begrotingsresultaten worden bereikt. Anderzijds wordt er natuurlijk op toegezien dat de risico's voldoende beheersbaar blijven zodat de solide begrotingspositie niet in gevaar komt.

Op basis van het bovenstaande is ervoor gekozen om voor de sturing van het schuldbeleid in de periode 2008-2011 over te gaan op een benchmarkportefeuille die zich kenmerkt door voortdurende uitgifte in een 7-jaars lening. De keuze voor deze benchmark past bij het huidige begrotingsbeleid. Als gevolg van het huidige begrotingsbeleid daalt naar verwachting de schuldquote. In het huidige risicokader waarbij op een basisrisicobedrag van 9% BBP werd gestuurd, resulteert dit tot een geleidelijke verkorting van de portefeuille. Ook de keuze voor een 7-jaars benchmarkportefeuille leidt tot een verkorting van de schuldportefeuille (gebaseerd op verwachte trend van de schuld). Met de keuze voor de 7-jaars benchmark wordt dus de huidige beleidslijn voortgezet, maar naar verwachting tegen gemiddeld geringere kosten en kleiner risico.

In tegenstelling tot het kader waarbij op een risicobedrag van 9% BBP werd gestuurd, beweegt de nu gekozen benchmarkportefeuille niet mee met de conjunctuur. Dat is bewust omdat juist door de schommelingen in de conjunctuur en het saldo het risicokader minder goed werkbaar bleek dan in theorie mogelijk.

Een en ander neemt niet weg dat de huidige stuurvariabele niet aangepast zou kunnen worden aan belangrijke veranderingen in de economische of budgettaire situatie. We achten het echter zinvol om de staatsschuld (als olietanker) alleen dan bij te sturen als sprake is van trendmatige wijzigingen in de economie. Dergelijke trendbewegingen worden slechts mettertijd zichtbaar. Als onderdeel van de periodieke evaluatie van het risicomangement-kader zal daarom steeds worden gezien of trendbreuken aanleiding geven de keuze van benchmark bij te stellen.

Annex

Annex 1. Risico's behorende bij het schuldmanagement

- **Marktrisico:** de risico's voor de emittent die samenhangen met de veranderingen in marktprijzen (zoals rentevoeten en wisselkoersen).
- **Herfinancieringsrisico:** Voor landen met een stabiele toegang tot kapitaalmarkten duidt dit begrip op het risico dat de schuld geherfinancierd moet worden tegen een hogere rente (een vorm van marktrisico). Voor landen met een minder stabiele toegang tot kapitaalmarkten kan het zijn dat schulden niet of slechts tegen prohibitief hoge kosten en/of zeer korte looptijden kunnen worden geherfinancierd. Wanneer dit tot gevolg heeft dat een land niet langer aan zijn verplichtingen kan voldoen, is sprake van een schuldencrisis.
- **Liquiditeitsrisico:** Het risico dat door (onverwachte) kasverplichtingen in een relatief kort tijdsbestek veel geld moet worden geleend, met mogelijke gevolgen voor de hoogte van de rente en/of andere leenvoorwaarden.
- **Kredietrisico:** het risico dat ontstaat als een tegenpartij zijn verplichtingen niet nakomt. Het is vooral van belang bij swapcontracten en deposito's waarbij de overheid de uitlenende partij is. Ook treedt kredietrisico op in de periode tussen de toewijzing van obligaties en schatkistpapier aan tegenpartijen en het moment waarop clearing en settlement plaats vinden.
- **Settlementrisico:** Het risico dat ontstaat als met een tegenpartij een transactie niet kan worden afgewikkeld, zonder dat dit de tegenpartij kan worden verweten (bijvoorbeeld omdat in het internationale betalingssysteem een storing optreedt). Dit laatste aspect onderscheidt settlementrisico van kredietrisico.
- **Operationeel risico:** Dit begrip omvat o.a. de risico's die ontstaan als fouten worden gemaakt bij het aangaan van transacties of als de interne controlesystemen (zoals ICT) falen. Ook reputatieschade, juridische risico's, inbreuken op de veiligheid en (natuur)rampen die invloed hebben op de activiteiten van een schuldmanager vallen onder deze noemer.

Annex 2. Management samenvatting uit het rapport Indexleningen (oktober 2005)

De rapportage van de werkgroep Reële Begroting richt zich op drie vragen zoals geformuleerd in de opdracht aan deze werkgroep. Deze vragen betreffen de betekenis van indexleningen voor de overheidsbegroting (hoogte en stabiliteit van rentelasten en EMU-saldo) en de behoefte aan indexleningen van pensioenfondsen.

1.1 Kernpunten

1. De rente op indexleningen is naar verwachting lager dan de rente op nominale leningen met gelijke looptijd.
2. Naast de hoogte is ook de variabiliteit van de rentelasten van belang. Of indexleningen tot een grotere variabiliteit van de rentelasten leiden, hangt nauw samen met de vraag of de rentelasten nominaal of reëel worden gemeten. Voor de nominale rentelasten leiden indexleningen per definitie tot een hogere variabiliteit dan nominale leningen, voor de reële rentelasten is dat precies omgekeerd. In de huidige kaders voor schuldpolitiek, met het EMU-saldo als kernparameter van het begrotingsbeleid, staan de nominale rentelasten centraal. Bij een lange termijn perspectief, gericht op houdbaarheid van de overheidsfinanciën, past een benadering die uitgaat van de reële rentelasten.
3. Binnen de huidige kaders voor schuldpolitiek, die zich richten op de nominale rentelasten en de variabiliteit daarvan op korte termijn, zijn indexleningen minder aantrekkelijk dan uitgifte van korte schuld. Dit omdat de verhouding tussen hoogte en variabiliteit van de nominale rentelasten voor korte schuld gunstiger is dan voor indexleningen.
4. Voor de stabiliteit van het EMU-saldo is de samenhang tussen schokken in de rentelasten en andere schokken van belang. Schokken in de rentelasten zijn ook bij financiering met indexleningen in het algemeen klein in verhouding tot andere schokken in het EMU-saldo. Berekeningen van het CPB tonen dat indexleningen een gunstige samenhang met andere schokken opleveren, waardoor zij een stabiliserende invloed hebben op het EMU-saldo (*hedge*). In de praktijk kan ook korte schuld een zekere hedge opleveren. Door de kortere looptijd gaat deze hedge echter gepaard met grotere variabiliteit van de rentelasten in de toekomst. In beide gevallen is de samenhang (*hedge*) zeker niet perfect. Daarom is ook de absolute omvang van de variabiliteit in de rentebetalingen van belang.
5. Er wordt soms beweerd dat de rentekosten gerelateerd aan de uitgifte van indexleningen beter in het uitgavenkader, als onderdeel van het Nederlandse begrotingsbeleid, passen dan de rentekosten gerelateerd aan de uitgifte van nominale leningen. Het argument is als volgt: omdat het reële uitgavenkader periodiek wordt aangepast aan de inflatie, zouden ook alle uitgaven

onder het kader mogen toenemen in lijn met inflatie. Omdat indexleningen een-op-een meebewegen met de inflatie, vormen deze een perfecte match met het kader. Dit argument verwacht echter de inflatiegevoeligheid van het schuldenbestand met de inflatiegevoeligheid van de (lopende) rentekosten in de begroting. Zelfs in het geval van uitsluitend nominale financiering zullen de rentelasten als gevolg van een stijging van de inflatie met 1 procentpunt al snel veel sterker toenemen dan de 1 procent groei die van toepassing is op het kader. De uitgifte van indexleningen zou de discrepantie tussen de inflatiegevoeligheid van de rentelasten versus de gevoeligheid van het kader nog doen toenemen.

6. Uitgifte van indexleningen kan een bijdrage aan de welvaart leveren door het opheffen van een marktfalen. Voor de pensioenmarkt zijn indexleningen een welkom instrument als dekking tegen inflatierisico's en ter vergroting van de diversificatiemogelijkheden. Daarmee kunnen indexleningen bijdragen aan de stabiliteit van de pensioensector, en daarmee indirect aan stabiele overheidsfinanciën.

Het eindoordeel over indexleningen hangt af van de weging van de verschillende facetten. Conform de taakopdracht doet de werkgroep hier geen uitspraak over.

1.2 Toelichting

Indexleningen goedkoper?

De rente op indexleningen is naar verwachting lager dan de rente op nominale leningen van gelijke looptijd. Het renteverskil bestaat uit twee componenten, de inflatierisicopremie en een liquiditeitspremie. De inflatierisicopremie ontstaat omdat houders van nominale schuld een vergoeding vragen voor de onzekerheid omtrent de waardevastheid van de lening. Weliswaar kan de verwachte inflatie worden verwerkt in een hogere nominale rente, maar de feitelijke uitkomst is onzeker en hangt af van de gerealiseerde inflatie. Schattingen over de hoogte van de inflatierisicopremie lopen uiteen en liggen in de orde van grootte van 0,1 tot 1 procentpunt. In de CPB pensioenstudie wordt een premie van ½ procent gehanteerd. Het Agentschap komt op basis van ervaringsgegevens voor landen als Frankrijk en het VK op een renteverskil van maximaal 0,45 procentpunt, waarbij ook de liquiditeitspremie is ingecalculeerd. Deze laatste premie hangt vooral af van de omvang van de markt. Het ligt voor de hand dat een indexlening die gekoppeld is aan de Nederlandse CPI in de huidige marktverhoudingen een wat hogere liquiditeitspremie heeft dan een lening die is geïndexeerd aan de euro-CPI.

Een lagere rente betekent overigens niet automatisch dat indexleningen ook "goedkoper" zijn. Het renteverskil is immers in de eerste plaats een vergoeding voor het risico. Uiteindelijk is de waardering door de belastingbetaler doorslaggevend. Meer pragmatisch zal echter veelal worden gekeken naar de omvang en betekenis van de rentelasten voor het EMU-saldo, zeker zolang dit als kernparameter van het begrotingsbeleid wordt opgevat.

Nominale of reële definitie van de rentelasten

Naast de prijs van schuld is ook de variabiliteit in de rentelasten van belang. Of indexleningen bijdragen tot stabiliteit in de begroting hangt nauw samen met de vraag of de rentelasten reëel of nominaal worden gemeten, d.w.z. met of zonder het effect van inflatie op de reële waarde van de staatsschuld. De financiële positie van de overheid wordt traditioneel gemeten aan de omvang van het EMU-saldo met een nominale definitie van de rentelasten. In de afgelopen jaren wordt daarnaast ook gekeken naar de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn. Hierbij wordt de financiële positie afgemeten aan de reële vermogenspositie van de overheid in relatie tot de verwachte toekomstige uitgaven en inkomsten (zie bijv. het werk van de EPC Working Group on Ageing). In dat kader bieden de reëel gemeten rentelasten een betere afspiegeling van de positie van de overheid.

Huidige doelstelling van financieringsbeleid

De huidige doelstelling van het financieringsbeleid is gedefinieerd als *het lenen van gelden, voor de herfinanciering van bestaande staatsschuld en de financiering van het tekort tegen zo laag mogelijke kosten binnen een aanvaardbaar risico ten aanzien van de fluctuaties in de budgettaire rentelasten*. Hierbij gaat het om de nominale rentelasten. De werkgroep heeft onderzocht of uitbreiding van het instrumentarium van de Staat met indexleningen tot een efficiëntere schuldfinanciering zou leiden. Uit deze analyse blijkt dat het - binnen deze doelstelling - voor de Staat niet kosteneffectief is om indexleningen uit te geven. Combinaties van schatkistpapier en nominale 10 jaarsleningen bieden een gunstiger afruil tussen nominale rentekosten en de risico's voor de begroting.

Indexleningen en variabiliteit van het EMU-saldo

Indexleningen vormen naar verwachting een zekere *hedge* voor inflatieschokken. Hierdoor wordt de variabiliteit van het EMU-saldo verminderd. Hoge inflatie gaat in het algemeen samen met een gunstige stand van het primaire saldo. Omdat de rentebetalingen op indexleningen ook positief samenhangen met de inflatie, hebben zij een dempend effect op schokken in het EMU-saldo. Deze samenhang (de covariantie) is echter niet perfect. Daarom is ook de absolute omvang van de variabiliteit (de variantie) in de rentebetalingen van belang. Zolang de nominale opvatting van rentebetalingen een rol blijft spelen, ligt het voor de hand dat er een grens wordt gesteld aan het aandeel van indexleningen binnen de totale schuldportefeuille. Voor de plafonnering biedt de variabiliteit van het EMU-saldo in beginsel een beter uitgangspunt dan het huidige plafond dat een grens oplegt aan de variabiliteit van de rentelasten. Ook korte schuld biedt een zekere *hedge* voorzover de korte rente mee beweegt met de inflatie. De korte looptijd gaat echter gepaard met grotere onzekerheid over de rentebetalingen in de toekomst.

Rentekosten en het reële uitgavenkader in de begroting

Er wordt soms beweerd dat de rentekosten gerelateerd aan de uitgifte van indexleningen beter in het uitgavenkader, als onderdeel van het Nederlandse begrotingsbeleid, passen dan de rentekosten gerelateerd aan de uitgifte van nominale leningen. Het reële uitgavenkader wordt periodiek aangepast aan wijzigingen in de inflatie. Als de inflatie met 1 procentpunt zou toenemen, is er voor alle uitgaven onder het kader eveneens ruimte om met 1 procent te groeien. Het argument dat indexleningen optimaal in dit kader zouden passen omdat ook deze in reële termen zijn gedefinieerd, verwacht de inflatiegevoeligheid van het schuldenbestand met de inflatiegevoeligheid van de rentekosten in de begroting.

Als de schuld helemaal met indexleningen zou worden gefinancierd, zouden niet alleen de lopende uitgaven (couponnen) gevoelig zijn voor inflatie maar het hele schuldenbestand. Dat de schuld een-op-een reageert op de inflatie impliceert niet dat ook de rentekosten een-op-een op de inflatie zullen reageren. Omdat de rentekosten in de begroting in omvang normaliter veel kleiner zijn dan de schuld (het bestand) zal een toename in de kosten van 1% over de gehele schuld een percentueel veel grotere toename in de rentelasten tot gevolg hebben. Zolang de schuld alleen met nominale leningen wordt gefinancierd, zal de inflatiegevoeligheid van de schuld beperkt blijven tot dat aandeel van de schuld dat jaarlijks opnieuw moet worden gefinancierd (en treedt alleen op in de mate waarin het rentetarief gevoelig is voor inflatie). Zelfs in dit geval zouden de rentekosten veel sterker dan met 1% stijgen indien de inflatie met 1 procentpunt zou toenemen. Dit omdat het deel van de schuld dat jaarlijks opnieuw wordt gefinancierd doorgaans in volume veel groter is dan de rentekosten in de begroting. Het gebruik van indexleningen zou de inflatiegevoeligheid van de rentekosten versterken en zodoende de discrepantie tussen de toename in de rentelasten versus de aanpassing van het kader nog vergroten.

Indexleningen en pensioensector

Uitgifte van indexleningen kan een bijdrage aan de welvaart leveren door het opheffen van een marktfalen, namelijk het ontbreken van een markt voor waarde vaste titels. Juist in een vergrijzende samenleving met groeiende pensioenbesparingen is dit van belang. Het gezamenlijke vermogen van de Nederlandse pensioenfondsen bedraagt nu al meer dan 125% van het bruto nationaal product en zal in de toekomst aanzienlijk stijgen (zie pensioenstudie CPB, 2004). Dit betekent dat de verhouding tussen premiebasis en pensioenverplichtingen steeds schever wordt, waardoor het effect van schokken op het vermogen steeds grotere wijzigingen in premie of aanspraken vergt. Een grotere premievolatiliteit kan tot verstoringen van de arbeidsmarkt leiden en heeft ook een effect op de overheidsfinanciën via de omkeerregel en de premies voor het ABP. Onzekerheid over het niveau van de toekomstige pensioenuitkering heeft directe negatieve welvaartsconsequenties.

De werkgroep heeft de interesse en de potentiële drijfveren van pensioenfondsen om indexleningen af te nemen onderzocht. De werkgroep heeft de indruk gekregen dat de interesse van pensioenfondsen in de afgelopen jaren is toegenomen. Hierbij geldt dat pensioenfondsen op dit moment maar beperkt matching nastreven en indexleningen vooral als diversificatie instrument gebruiken. Ook van het nieuwe Financiële Toetsingskader gaan maar beperkt prikkels uit om betere matching na te streven. Daardoor zal de vraag naar indexleningen door pensioenfondsen minder groot zijn dan bij een matching strategie mag worden verwacht. Niettemin wordt ook in de huidige omstandigheden voldoende vraag naar indexleningen verwacht. Het beeld kan aanzienlijk verder ten gunste veranderen, zouden pensioenfondsen het roer omgooien en op matching overgaan.

Annex 3. Kostenminimalisatie bij aanvaardbaar risico; Welke stuurvariabele(n) gebruiken andere landen?

Zoals gezegd hanteren de meeste landen als doel van schuldmanagement; het tegen zo laag mogelijke kosten financieren van de staatsschuld, gegeven een aanvaardbaar budgettair risico. Om invulling te geven aan die doelstelling gebruiken die landen één of meer stuurvariabelen. Terwijl Nederland momenteel het basisrisicobedrag als stuurvariabele hanteert, worden in andere landen het meest gebruikt; de (modified) duration, de gewogen gemiddelde (rente)looptijd en het profiel van aflossingen en/of rente-fixing. Een klein aantal landen maakt in zijn risicomanagement gebruik van een benchmark- of referentieportefeuille. Het gewenste *niveau* van de stuurvariabele wordt doorgaans vastgesteld met behulp van een CaR-analyse. Hieronder volgt een overzicht van de stuurvariabelen die een aantal andere landen hanteren. De tabel vat de besproken landen samen⁴⁹.

België richt zich op de limitering van herfinancieringsrisico en het risico van rentevastlegging ('refixing risk')⁵⁰. Het herfinancieringsrisico wordt beperkt door te streven naar een zo gelijkmatig mogelijk aflossingspatroon in de tijd. Om dit te bereiken moet de herfinanciering voldoen aan twee randvoorwaarden; maximaal 22,5% van de schuld mag binnen 1 jaar geherfinancierd worden en maximaal 60% binnen 5 jaar. Dergelijke maxima (25% resp. 65%) gelden tevens voor de bedragen waarvoor opnieuw de rente moet worden vastgelegd. Dit betreft, naast aflossingen, ook de renteswaps waarvoor de vaste renteperiode afloopt.

Canada streeft naar een vast aandeel van de schuld (in de totale schuld) waarvoor de rente voor langer dan 1 jaar vaststaat van 60%⁵¹. Hiermee wordt gestreefd naar herfinanciering binnen 1 jaar van maximaal 40% van de schuld. Andere maatstaven die tevens gemonitord worden zijn de gemiddelde looptijd van de schuld alsmede de duration.

Denemarken hanteert een doelstelling voor de duration, binnen een vooraf vastgestelde bandbreedte. Voor 2007 wordt een duration gehanteerd 3 jaar \pm 0,5 jaar. Als aanvulling op deze doelstelling wordt gekeken naar de omvang van de 'interest-rate fixing', zijnde het aandeel van de schuld waarvoor binnen 1 jaar een nieuwe rente moet worden vastgelegd⁵².

⁴⁹ De selectie van landen is mede gebaseerd op de mate waarin informatie over het risicomanagement publiek is.

⁵⁰ Zie bijvoorbeeld het Jaarverslag 2005 van het Belgische Agentschap van de schuld; beschikbaar via www.debtagency.be.

⁵¹ Zie de 'Debt Management Strategy 2007-2008' van het Ministerie van Financiën in Canada; beschikbaar via www.fin.gc.ca.

⁵² Zie het Jaarverslag 2006 van de Deense centrale bank, 'Dansih Government Borrowing and Debt'; beschikbaar via www.nationalbanken.dk.

Finland stuurde tot 2005 op het aandeel van de variabel rentende schuld in de totale schuld. Vanaf 2005 is het risicomanagement van de staatsschuld gebaseerd op een benchmarkportefeuille (een 'reference portfolio for debt management')⁵³. Deze portefeuille streeft een renterisicoprofiel na dat gedefinieerd is in termen van de gemiddelde rentelooptijd van de schuld ('the average period of repricing/refixing the debt). Het doel is een 'smooth fixing profile' te realiseren. Ultimo 2006 bedroeg deze periode 2,8 jaar. Het is niet bekend welke portefeuille de Finnen exact nastreven.

Portugal heeft een lange termijn benchmarkportefeuille geconstrueerd die voldoet aan vooraf gestelde doelstellingen voor de (modified) duration (die schommelt tussen de 2,5 en 4 jaar) en het profiel van aflossingen en van 'rente-fixings'. Het renterisico wordt zowel absoluut als relatief (t.o.v. de benchmark) gemaximeerd. Er gelden absolute limieten voor de schuld die aflost binnen een periode van 12, 24 en 36 maanden van resp. 25%, 40% en 50%. In relatieve termen geldt dat maximaal 10%, 15% en 20% mag worden afgeweken van de betreffende bedragen van de benchmarkportefeuille⁵⁴.

Frankrijk streeft naar een vermindering van de gemiddelde looptijd van de schuld. Naast deze belangrijkste doelvariabele hanteert het Franse Agentschap sinds 2004 drie additionele (vooral interne) indicatoren. Naast de spread op staatsobligaties t.o.v. het eurogemiddelde en andere eurolanden zijn dat de timing-indicator en de allocatie-indicator. De eerste geeft weer wat de feitelijke schuldskosten zijn geweest in vergelijking met een situatie waarin continu een fractie van de schuld wordt uitgegeven in geselecteerde looptijden. De allocatie-indicator vergelijkt de feitelijke schuldskosten met de hypothetische schuldskosten indien exact zou zijn uitgegeven conform de in eerste instantie bekend gemaakte kalender⁵⁵.

Zweden kent een doelstelling voor de gemiddelde (rente)looptijd van de portefeuille. Het beleid is gericht op verkorting; de gemiddelde looptijd moet worden terug gebracht van 5,0 jaar in 2006 naar 4,4 eind 2009. Daarnaast kent Zweden richtlijnen voor het aandeel van verschillende soorten schuldtitels in de totale schuld, binnen bepaalde bandbreedtes⁵⁶. Voor nominale schuld in de eigen munt geldt een nagestreefd aandeel van 60%, voor inflatiegeïndexeerde schuld een aandeel van 25% en voor schuld in vreemde valuta een percentage van 15.

⁵³ Zie 'Debt Management Annual Review 2006' van het Finse ministerie van Financiën; beschikbaar via de website van het Zweedse Agentschap: www.statetresury.fi.

⁵⁴ Zie de website van het Portugese Agentschap: www.igcp.pt.

⁵⁵ Zie de website van het Agence France Trésor: www.aft.gouv.fr/.

⁵⁶ Zie 'Central Government Debt Management – Proposed Guidelines 2007-2009', beschikbaar via www.rgk.se.

Samenvattende tabel

Land	Stuurvariabelen / doelstellingen
België	De omvang van herfinanciering van de schuld De omvang van schuld waarvoor opnieuw de rente moet worden vastgelegd ('interest rate refixing')
Canada	Aandeel van de vastrentende schuld in het totaal
Denemarken	Duration target (in een bandbreedte) 'Interest rate refixing'
Finland	Reference portfolio for debt management Gemiddelde rentelooptijd van de schuld, in jaren ('average period of refixing the debt')
Portugal	Benchmarkportefeuille Duration Aflossingsprofiel en 'refixing'-profiel van de schuld
Frankrijk	Gemiddelde looptijd van de schuld Spread t.o.v. eurogebied Timing-indicator Allocatie-indicator
Zweden	Gemiddelde looptijd van de portefeuille Aandeel van verschillende soorten schuldtitels in het totaal

Bron: websites van de betreffende Agentschappen en/of Ministeries van Financiën.

Annex 4. Waarom en hoe tellen swaps mee in het risicobedrag?

Het risicokader schrijft jaarlijks een risicobedrag voor van 9% BBP. Daarnaast vindt de Nederlandse Staat het belangrijk in bepaalde looptijden liquide hoeveelheden staatspapier uit te geven. Dergelijke uitgifte leidt tot een bepaald aflossingspatroon (en risicoprofiel) over de tijd. Waarschijnlijk zal door dit patroon het basisrisicobedrag regelmatig afwijken van een bedrag van jaarlijks 9% BBP. Swaps kunnen worden ingezet om weer aansluiting te vinden bij de 9%.

Stel dat het totaal van aflossingen en geldmarktleningen in enig jaar slechts 8% BBP bedraagt. Het totale bedrag dat gevoelig is voor rentewijzigingen is dus feitelijk 1%-punt te laag. Door het afsluiten van zogenaamde receiver swaps kan het bedrag weer op 9% BBP worden gebracht. Als de staat receiver swaps afsluit gaat hij de lange rente ontvangen en de korte rente betalen. De korte rente wordt elke 6 maanden opnieuw bepaald zodat het bedrag dat aan receiver swaps wordt afgesloten gevoelig is voor rentewijzigingen. Dat is dan ook de reden dat deze swaps meetellen in het basisrisicobedrag. De omgekeerde situatie doet zich voor als het aflossingsprofiel een herfinancieringsbedrag van meer dan 9% BBP oplevert. In dat geval dienen payer swaps te worden afgesloten, die inhouden dat de lange rente wordt betaald en de korte ontvangen. Dergelijke payer swaps verlagen het basisrisicobedrag juist.

Annex 5. Waarom liggen gecentreerde portefeuilles op de frontier en andere niet?

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 yieldcurve. Stel het betreft een portefeuille waarin voortdurend een 5 jaars lening wordt uitgegeven. Het punt op de yieldcurve bij een looptijd van 5 jaar is representatief voor deze portefeuille. Een portefeuille met een gemiddelde looptijd van 5 jaar 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 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):

$$5 = X \cdot 1 + (1-X) \cdot 10 \text{ waaruit volgt; } X = 5/9 \approx 56\%$$

Dat zou echter inhouden dat elk jaar $(56 + 1/10 \cdot 44 =)$ 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 frontier).

Annex 6. Onderzoek naar het verloop van de yieldcurve

Sinds de tweede wereldoorlog is de rentecurve gemiddeld genomen stijgend en steil geweest. Relatief stabiele en lage lange rentes in een milieu van monetaire verkrapping hebben recentelijk een afvlakking van de rentecurve geleid. De bewegingen van de korte versus de lange rente gaan in tegen de conventionele kennis van de rentecurve en zijn door Alan Greenspan bestempeld als een 'conundrum'.⁵⁷

De afvlakking van de rentecurve is voor het risicomanagement van de schuld mogelijk van belang. Als het om een permanente wijziging in de rentecurve zou gaan, had dat implicaties voor de traditionele afruil tussen kosten en risico. Om die reden is onderzoek verricht naar de mogelijke oorzaken van de vervlakking en de mate waarin van een permanente vervlakking sprake kan zijn.

In de wetenschappelijke literatuur worden verschillende factoren aangewezen die van invloed zijn op het niveau en de helling van de rentecurve in de tijd. Deze factoren kunnen worden teruggevoerd op de componenten waaruit de rente is samengesteld: inflatie, inflatieverwachtingen, inflatierisicopremies, reële rente en reële rentevolatiliteit.

Ten eerste zijn als gevolg van de toegenomen geloofwaardigheid van de centrale banken mét de inflatie ook de inflatieverwachtingen in de loop der tijd gedaald. De geloofwaardigheid is toegenomen door een grotere onafhankelijkheid, een sterkere inzet voor prijsstabiliteit en een grotere transparantie. De lagere inflatie en inflatieverwachtingen kunnen ook worden toegeschreven aan het proces van privatisering en deregulering in bepaalde sectoren. Ook de toename van de wereldhandelsstromen en de vermindering van handelsbarrières – de globalisering – zijn een stimulans geweest voor internationale concurrentie, innovatie en efficiëntere productieprocessen. Hierdoor zijn de productiekosten gedaald. Als gevolg daarvan lijken de inflatieverwachtingen op een lager peil verankerd te zijn. Er is ruimschoots bewijs voor de vermindering van de volatiliteit van inflatiepercentages en daarmee van de door beleggers geëiste risicopremie. De inflatierisicopremie is dus geleidelijk gedaald.

De reële rente lijkt in de afgelopen tijd eveneens te zijn gedaald evenals de reële volatiliteit. Beleggers zouden dus tevens meer zekerheid hebben over het reële rendement van hun investeringen. De eerste verklaring voor een lagere reële rente is de zogenaamde 'saving glut'. De mondiale besparingen van opkomende markten en olieproducerende landen overtreffen de investeringsquotes aldaar. Veel van deze 'additionele besparingen' worden geïnvesteerd in westerse staatsleningen. Ook lijken nieuwe pensioenregelingen te leiden tot een grotere vraag

⁵⁷ Greenspan (2005).

naar langlopende vastrentende waarden, hetgeen de lange reële rente reduceert. Verantwoordelijk voor de geringere reële volatiliteit zijn mogelijkwerwijs een beter voorraadbeheer, beter gebruik van de informatietechnologie, het grotere aandeel van de dienstensector in het BBP en solide begrotingsbeleid. Mogelijkwerwijs is dus ook de risicopremie voor de reële rente gedaald.

Zowel de lagere lange rente als de lagere volatiliteit lijken te hebben bijgedragen aan een afvlakking van de curve. Om de kwalitatieve bevindingen te staven is empirisch onderzoek verricht naar structurele wijzigingen in de dynamiek van de rentecurve.⁵⁸ Structurele breuken in de dynamiek hebben zich gedurende de afgelopen 34 jaar regelmatig voorgedaan, vooral rondom belangrijke gebeurtenissen, zoals de ondergang van Bretton Woods, de oliecrises en plotselinge wijzigingen in de monetaire politiek. Verder hebben de hereniging van Duitsland en de ondertekening van het Verdrag van Maastricht mogelijk invloed gehad op de verhouding tussen de lange en de korte rente. De meest recente aanwijzing voor een breuk ligt in 2003 en zou veroorzaakt kunnen zijn door excessieve besparingen, pensioenregulering en lagere risicopremies. Deze laatste breuk in de dynamiek ligt dan ook vooral bij een lagere lange rente en niet zozeer bij een stijging van de korte rente (zoals in het verleden).

Empirische analyses bevestigen tevens dat productie en inflatie van invloed zijn op de rentecurvedynamiek en op de 'yield spread' (het verschil tussen de 10-jarige en de 6- maands rente) in Europa. Bovengemiddelde inflatie- en productiegroei resulteren in kleine en mogelijk negatieve spreads (vlakke curve), terwijl inflatie en productiegroei die lager liggen dan gemiddeld tot positieve spreads leiden (steilere curve). Bovendien heeft de variantie in zowel de inflatie als de productiegroei sinds de tweede helft van de jaren negentig een opmerkelijke daling vertoond, die bijgedragen kan hebben aan lagere risicopremies en daardoor aan een kleinere spread tussen de lange en de korte rente.

De notie dat structurele breuken veelvuldig kunnen worden gesignaleerd (vooral rondom belangrijke gebeurtenissen) en het feit dat inflatie en productie van invloed zijn op de dynamiek van de rentecurve, bieden weinig houvast voor de toekomst. Ze leveren geen garantie dat de curve permanent vlakker zal zijn. Integendeel; inflatie- en productie-ontwikkelingen zijn cyclisch en zullen dus voor golfbewegingen in de dynamiek van de rentecurve zorgen. Wel is het mogelijk dat als de volatiliteit van inflatie en productie permanent lager liggen, de risicopremies permanent kleiner zullen zijn. Voor dit laatste zijn echter geen harde bewijzen voorhanden.

⁵⁸ De rentes en rentecurve werden gebaseerd op de Deutsche Bund, aangezien deze markt veel vollediger is en de Nederlandse rentes die we hebben nagenoeg parallel lopen aan de Duitse rentes.

Geraadpleegde literatuur

Agentschap van het ministerie van Financiën (2003), *Nederlandse Staatsobligaties 2003*.

Alesina A, N. Roubini, G.D. Cohen (1997), *Political Cycles and the Macroeconomy*, MIT.

Blommestein H. (red.) (2005), *Advances in Risk Management of Government Debt*, OESO.

Bolder D.J. (2003), *A Stochastic Simulation Framework for the Government of Canada's Debt Strategy*, Bank of Canada Working Paper, nummer 10.

Hahm J.H. (2002), *Cost-at-risk and Benchmark Government Debt Portfolio in Korea*, in: *International Economic Journal*, Volume 17, Issue 2.

Greenspan, A. (2005), *Federal Reserve Board's semiannual Monetary Policy Report to the Congress*

IMF en The World Bank (2001), *Guidelines for Public Debt Management*, IMF.

IMF en The World Bank (2003), *Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document and Selected Case Studies*, IMF.

Renne J.P. en N. Sagnes (2006), *Analytical model of French State debt strategies*, *Diagnostics Prévisions et Analyses Economiques*, nummer 99.

Studiegroep Begrotingsruimte (2006), *Twaalfde rapport; Vergrijzing en houdbaarheid*, Ministerie van Financiën.

Werkgroep Reële Begroting (2005), *Resultaten van een onderzoek naar de eigenschappen van indexleningen gezien vanuit het oogpunt van de Nederlandse Staat*, CPB/DNB/Ministerie van Financiën.

Wheeler G. (2004), *Sound Practice in Government Debt Management*, The World Bank.

Wolswijk G. en de Haan J. (2005), *Government Debt Management in the Euro Area; Recent Theoretical Developments and Changes in Practices*, *Occasional Paper Series*, nummer 25.