

Schokproef overheidsfinanciën

Een risico-analyse van de Nederlandse begroting

Inhoud

Samenvatting	5
1 Inleiding	7
2 Risico's voor de overheidsfinanciën	9
2.1 Inleiding	9
2.2 De economie	11
2.3 Interventies	13
2.4 Garanties	14
3 Simulaties	17
3.1 Inleiding	17
3.2 Financieel-economische schokken	18
3.3 Bespreking en kleuring resultaten	24
4 Risicobeheer	27
Bijlage 1 Toelichting belangrijkste risicoregelingen	31
Bijlage 2 Garantieoverzicht van het Rijk 2012	39

Samenvatting

De Nederlandse overheidsfinanciën staan er in internationaal perspectief goed voor. Dat is mede te danken aan de goede uitgangspositie aan de vooravond van de crisis. Tegelijkertijd zijn ook in Nederland de overheidsfinanciën tijdens de crisis sterk verslechterd. De staatschuld is flink opgelopen, mede als gevolg van interventies in de financiële sector, en de overheid heeft diverse garanties afgegeven. Bovendien is de onrust in de wereldeconomie momenteel groot. Nederland als open economie met een grote financiële sector en gelegen in het geïntegreerde eurogebied is inherent kwetsbaar voor schokken.

Het doel van deze analyse is het bieden van inzicht in de ontwikkeling van de overheidsfinanciën in uitzonderlijke omstandigheden. De analyse richt zich op relatief forse financieel-economische schokken en houdt rekening met de mogelijke samenhang tussen verschillende risico's. Het rapport kijkt daarbij naar de directe budgettaire effecten van een economische verslechtering, maar ook naar de indirecte effecten die kunnen optreden als overheids garanties worden ingeroepen of interventies in de financiële sector noodzakelijk zouden blijken.

De schokproef laat zien dat de budgettaire en economische effecten van een nieuwe crisis aanzienlijk kunnen zijn. In drie simulaties krijgt de economische groei een behoorlijke klap en loopt de overheidsschuld flink op. De 60 procent-grens uit het EU-verdrag raakt in de simulaties ver uit zicht, en de grens van 90 procent, die wordt geassocieerd met lagere economische groei, wordt benaderd of overschreden. Wel blijft de Nederlandse schuld beneden het niveau van veel andere rijke landen als gevolg van de betere uitgangspositie. De doorrekeningen zijn nadrukkelijk geen voorspellingen, maar een beredeneerde inschatting van de mogelijke effecten van illustratieve, fictieve schokken.

De onvoorspelbaarheid van crises onderstreept het belang van een goede budgettaire uitgangspositie en goed risicobeheer om toekomstige schokken, wat die ook mogen zijn, op te kunnen vangen. Met het consolidatiepakket van 18 miljard euro werkt het kabinet aan het creëren van die budgettaire ruimte. Het kabinet heeft diverse maatregelen genomen om risico's te beheersen. Het afgelopen jaar is een veelvoud aan maatregelen in gang gezet om de risico's van de financiële sector te verkleinen en de stabiliteit van het eurogebied te herstellen. Zoals beargumenteerd in de Miljoenennota 2012 bestaat er een nauwe relatie tussen stabiele overheidsfinanciën en een sterke economie. Het kabinet neemt dan ook maatregelen om het groeivermogen van de Nederlandse economie te versterken.

Als gevolg van de crisis is in veel landen de staatsschuld flink opgelopen. De gemiddelde schuldquote in de OESO is groter dan 100 procent bbp. De buffers om nieuwe tegenvallers op te vangen, zijn daarmee afgenomen. Enkele Europese landen en Amerikaanse staten zijn in problemen geraakt met de financiering van hun schuld. De ratings van diverse landen zijn neerwaarts bijgesteld. Nederland behoort tot de nog selecte groep landen met een zeer hoge kredietwaardigheid en kan daardoor relatief goedkoop de staatsschuld financieren. De schuldquote bedraagt in 2011 circa 65 procent bbp. Dat is ruim 20 procent bbp meer dan bij aanvang van de crisis.

Tegen deze achtergrond heeft de Studiegroep Begrotingsruimte het kabinet geadviseerd over het te voeren begrotingsbeleid in de kabinetsperiode.¹ In haar advies 'Risico's en Zekerheden' geeft de Studiegroep bijzondere aandacht aan het verhoogde risicoprofiel van de overheid als gevolg van de krediet- en schulden crisis. Het rapport wijst in dit verband op de mogelijkheid van correlaties van risico's die de begrotingspositie van Nederland kunnen aantasten. Om deze risico's in beeld te brengen kan het volgens de Studiegroep 'nuttig zijn om de ontwikkeling van de financiële positie van Nederland door te rekenen in een aantal stress-scenario's'.

Het kabinet heeft met het regeerakkoord en de Startnota de belangrijkste aanbevelingen van de Studiegroep geïmplementeerd, zowel wat betreft de omvang van de budgettaire opgave als de begrotingsregels voor de periode 2011-2015. Met dit rapport wordt nader invulling gegeven aan de suggestie van de Studiegroep om de risico's voor de Nederlandse begroting nader in kaart te brengen. De Tweede Kamer heeft verleden jaar tijdens de Algemene Financiële Beschouwingen het nut hiervan onderstreept en verzocht om een risico analyse.²

Recent heeft ook het IMF gewezen op het belang van 'appropriately designed stress tests'.³ Diverse landen publiceren reeds periodiek een kosten-risico analyse voor het beheer van de staatsschuld. Dit is ook het geval in Nederland, waar de Kamer in iedere kabinetsperiode wordt geïnformeerd over het risicobeheer van de staatsschuld. Daarnaast voeren toezicht-houders stress tests uit voor het bankwezen. Volgens het IMF zou het echter meerwaarde hebben indien landen in aanvulling op deze analyses komen met een totaalbenadering. De hier gepresenteerde analyse beoogt zo'n totaalbenadering. Het rapport beziet het mogelijke effect van diverse schokken op de overheidschuld, niet alleen via de conjunctuur, maar ook via overheidsinterventies en -garanties.

De huidige economische onzekerheid en de onrust op de financiële markten onderstreept het belang van een risico-analyse van de overheidsfinanciën. De Wetenschappelijke Raad voor Regeringsbeleid (WRR) heeft in 2010 het belang benadrukt om de toekomst niet als verrassingsvrij te veronderstellen, maar expliciet de vraag te stellen of het verstandig is om uit te gaan van continuïteit en stabiliteit.⁴ De huidige analyse beoogt inzicht te bieden in de ontwikkeling van de overheidsfinanciën in het geval dat negatieve risico's zich materialiseren.

1 Kamerstukken II 2009/2010, 32 123, nr. 52.

2 Kamerstukken II, 2010/2011, 32 500, nr. 4.

3 IMF, *Managing Sovereign Debt and Debt Markets Through a Crisis, Practical Insights and Policy Lessons*, mei 2011.

4 Zie WRR, *Uit zicht: toekomstverkennen met beleid*, 2010. De schokproef beoogt geen lange-termijn toekomstverkenning, maar een praktische analyse van de mogelijke directe effecten op de overheidsfinanciën van enkele negatieve schokken.

Achtergrond

Op financieel-economisch gebied is analyse van budgettaire risico's en het denken in scenario's gebruikelijk. Zo maakt het Centraal Planbureau diverse scenario-analyses voor de Nederlandse economie, waarin de effecten op de overheidsfinanciën worden meegenomen. In de Economische Verkenning 2011-2015 zijn varianten met verschillende niveaus van economische groei geanalyseerd. In de vergrijzingsstudies van het CPB is de houdbaarheid van de overheidsfinanciën bezien onder verschillende aannames over zaken als participatie, demografie en de discontovoet. Periodiek publiceert het CPB lange termijn scenario-analyses, waarin mogelijke economische ontwikkelrichtingen uitgewerkt worden.⁵

Het werk van de Studiegroep Begrotingsruimte, waarin verschillende departementen, het Centraal Planbureau en De Nederlandsche Bank zijn vertegenwoordigd, biedt specifiek inzicht in de ontwikkeling en houdbaarheid van de overheidsfinanciën en de verschillende risico's die daarbij aan de orde zijn. Zo heeft het 12^e rapport van de Studiegroep Begrotingsruimte in kaart gebracht wat de effecten op het saldo zijn van negatieve schokken in de uitvoer en de consumptie. Bovendien geeft het rapport een gevoeligheidsanalyse van de budgettaire ruimte in de volgende kabinetsperiode. Het 13^e rapport geeft een uitgebreide analyse van de heersende onzekerheden en de gevolgen daarvan voor het budgettaire beleid.

De huidige analyse bouwt voort op bestaand werk door financieel-economische risico's voor de overheidsfinanciën te bezien.⁶ Daarbij wordt gebruik gemaakt van de ervaringen uit de crisis, die heeft laten zien hoezeer risico's verweven kunnen zijn. De analyse beziet de gevoeligheid van de overheidsfinanciën voor diverse denkbare korte-termijn schokken. Voor langjarige trends als de economische positie, ontwikkelingen in de collectieve lasten en de vergrijzing wordt verwezen naar bestaande analyses.⁷

Opzet rapport

In hoofdstuk 2 wordt nader ingegaan op de verschillende risico's voor de overheidsfinanciën. Hoofdstuk 3 presenteert simulaties van enkele fictieve financieel-economische schokken. Hoofdstuk 4 gaat in op het risicobeheer. Gegeven het toegenomen aantal overheids-garanties en de daarmee gepaard gaande risico's wordt hierop in de bijlagen een nadere toelichting gegeven.

5 Zie CPB - 'Scanning the Future' (1992), *Nederland in drievoud; een scenariostudie van de Nederlandse economie 1990-2015*, 1992, *Four futures of Europe*, 2003, en *The Netherlands of 2040*, 2010.

6 Voor schokken van andere dan financieel-economische aard wordt verwezen naar de Scenario's Nationale Risicobeoordeling, Zie Kamerstuk 2010-2011, 30 821, nr 12.

7 Zie onder andere CPB, *Vergrijzing verdeeld; toekomst van de Nederlandse overheidsfinanciën*, CPB Bijzondere Publicatie 86, 2010, CPB, *Macro-economische Verkenning 2012* en hoofdstuk 1 van Miljoenennota 2012.

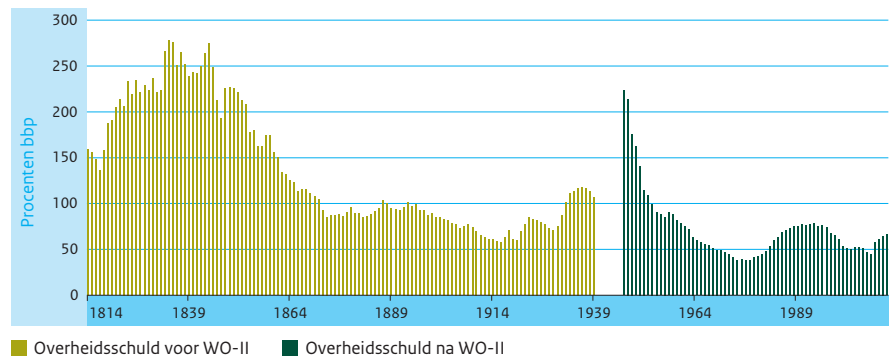
Dit hoofdstuk geeft een overzicht van de risico's voor de financiële positie van de overheid. Na de inleiding (paragraaf 2.1) worden drie manieren besproken waarop de overheidsfinanciën kunnen verslechteren: via de economie (paragraaf 2.2), via interventies in de financiële sector (paragraaf 2.3) en via overheidsgaranties (paragraaf 2.4).

2.1 Inleiding

De overheidsfinanciën lopen op vele manieren risico. Soms zijn die risico's op voorhand redelijk te voorzien, soms is dat minder het geval. Een voorbeeld daarvan is de huidige situatie. Dat na de jaren van hoogconjunctuur een economische neergang zou volgen, lag in de rede. Dat we te maken zouden krijgen met een systeemcrisis in de financiële sector, zagen echter slechts weinigen aankomen. Of we de risico's nu op voorhand kennen of niet, we kunnen ervan uitgaan dat ook in de toekomst schokken zullen optreden met een negatieve impact op de overheidsfinanciën.

Onderstaande grafiek laat de schommelingen in de Nederlandse staatsschuld zien over een langere periode. Historisch blijkt dat met name oorlogen leiden tot een flinke schuldtoename. Eén keer in de geschiedenis, in de tijd van de afscheiding van de Zuidelijke Nederlanden, heeft dit geleid tot een omwisseloperatie, waarbij binnenlandse schuldhouders een renteverlies hebben geleden.⁸ Uit de grafiek blijkt dat ook perioden van economische crisis, zoals in de jaren dertig, kunnen leiden tot een forse ophoop van de staatsschuld. Ook in de huidige crisis was dat het geval, doordat hoge private schulden de facto zijn overgegaan in publieke handen.⁹ De hoge schuldquote in de negentiende eeuw en direct na de Tweede Wereldoorlog was mede te dragen vanwege de sterke economische groei in die jaren.

Figuur 1 Nederlandse overheidsschuld (% bbp)



Bron: CPB, *Tijdsreeksen overheidsfinanciën* uit F. Bos, 2007, CPB Document 150 en MEV 2011.

Het risico van een forse schuldtoename benadrukt het belang van voldoende dynamiek en verdienvermogen in de economie. Een private sector met een sterke vermogenspositie kan helpen om een hoge publieke schuld te absorberen. Een solide economische groei erodeert een hoge schuld als percentage van het bbp. Voldoende concurrentiekracht maakt het mogelijk dat de export de economie na een klap uit het dal kan trekken. Naast een solide begrotingspositie om een schok op te vangen en een strikt begrotingsbeleid om een eenmaal beschadigd begrotingsbeeld te repareren, is dus een sterke economische structuur van groot belang voor de financiële weerbaarheid van een economie. De overheid kan hierin een rol spelen door de voorwaarden te scheppen voor onder andere sterke instituties, een goed werkende arbeidsmarkt en een goede fysieke en kennisinfrastructuur.

⁸ Volgens Reinhart en Rogoff is de Nederlandse staat nimmer in gebreke gebleven op zijn verplichtingen in tegenstelling tot veel andere landen. Reinhart en Rogoff, *This time is different*, 2009.

⁹ Hoofdstuk 2 van de Miljoenennota 2011 geeft een analyse van hoe de crisis heeft geleid tot een toename van de overheidsschulden in de westerse economieën.

Dat andere factoren dan de staatsschuld de financiële weerbaarheid van een land bepalen, blijkt ook uit de methodiek die gevolgd wordt door rating agencies. Zo bepaalt Standard & Poor's de rating van een land op basis van vijf factoren:¹⁰

- 1 Een politieke score, bepaald door de kracht van instituties en de politieke risico's;
- 2 Een economische score, bepaald op basis van de economische structuur en groeivoorzichten;
- 3 Een externe score, bepaald door de externe liquiditeit en de internationale investeringspositie;
- 4 Een budgettaire score, bepaald door de budgettaire prestaties en flexibiliteit en de staatsschuld;
- 5 Een monetaire score, bepaald door de monetaire flexibiliteit.

De andere rating agencies Moody's en Fitch volgen een redelijk vergelijkbare methodiek. Zo begint Fitch zijn recente bevestiging van de AAA-rating van Nederland door te stellen dat deze wordt onderbouwd door 'de goed gediversifieerde economie, hoge vaardigheden, goede werkgelegenheid en het hoge inkomen per hoofd van de bevolking'. De staatsschuld ligt momenteel iets boven het lange-termijn niveau van een gemiddeld AAA-land, maar Fitch wijst hier op de traditionele budgettaire sterkte van Nederland.¹¹

Als open economie met een grote financiële sector en gelegen in het eurogebied is Nederland inherent kwetsbaar voor financieel-economische schokken. Tegelijkertijd betekent de relatief goede budgettaire positie, de hoge bezittingen, de concurrentiekracht, en de solide instituties en beleid dat Nederland een aanzienlijk vermogen bezit om klappen op te vangen. De crisis in het eurogebied heeft dit belang van een sterke uitgangspositie laten zien. Landen die hun economische kracht en budgettaire stabiliteit de afgelopen jaren onvoldoende hebben bewaakt, betalen daarvoor nu de rekening.¹²

In het geval van een sterke economie en een gezonde budgettaire uitgangspositie hoeft het niet problematisch te zijn dat de overheidsfinanciën de klap bij sommige negatieve schokken opvangen. Vanwege een zeker vermogen tot belastingheffing en herverdelende uitgaven, heeft de overheid namelijk ultieme mogelijkheden om risico's op zich te nemen en risico's te spreiden. De overheidsfinanciën kunnen daarmee een belangrijke stabiliserende rol spelen. Zo is in de huidige crisis de staatsschuld fors opgelopen als gevolg van de interventies in de financiële sector. Deze interventies waren noodzakelijk om in het algemene belang de financiële stabiliteit in Nederland te borgen. Indien de overheid niet zou hebben ingegrepen, waren de gevolgen voor de economie - en daarmee uiteindelijk de overheidsfinanciën - vermoedelijk aanzienlijk groter geweest.¹³

¹⁰ Standard & Poors, *Sovereign Rating Methodology and Assumptions*, 30 Juni 2011.

¹¹ Fitch, *Full rating report Netherlands*, July 2011.

¹² Zie paragraaf 1.2 van de Miljoenennota 2012.

¹³ Dankzij de goede budgettaire uitgangspositie kon Nederland bovendien de automatische stabilisatoren laten werken en in lijn met internationale afspraken een stimuleringspakket aannemen. Voor een evaluatie van de stimuleringsmaatregelen die het vorige kabinet heeft genomen, wordt verwezen naar de aparte kamerbrief hierover die gelijktijdig verschijnt.

Box 1 De achtervangrol van de overheid

De stabiliserende rol van de overheid als ‘insurer of last resort’, betekent dat uitsluiten van risico’s voor de overheidsfinanciën geen doel op zich is. Omdat de overheid integraal onderdeel is van de economie, kan ook niet altijd vermeden worden dat negatieve schokken de schatkist raken. Dit onderstreept het belang van gezonde overheidsfinanciën om toekomstige klappen, wat die ook moge zijn, te kunnen opvangen. In sommige gevallen kan het ook wenselijk zijn dat de overheid haar stabiliserende vermogen actief inzet. De overheid kan dit doen door zich op voorhand te committeren om risico’s te dragen, bijvoorbeeld door het afgeven van garanties, verzekeringen, leningen, of subsidies.¹⁴

Een reden voor de overheid om risico’s expliciet op zich te nemen, kan zijn dat transacties die niet of onvoldoende op de markt tot stand komen (marktfalen) wel in het algemene economische belang worden geacht (externe effecten en politieke doelen). Het feit dat een wenselijk geachte transactie niet op de markt tot stand komt, betekent overigens geenszins automatisch een overheidsrol. Er kan ook sprake zijn van overheidsfalen. In het slechtste geval leiden goed bedoelde interventies van de overheid niet tot het afdekken van risico’s, maar vooral tot een vergroting van de risico’s. Dit kan gebeuren door gedragsveranderingen in de private sector (moreel risico). Een voorbeeld zijn de massieve overheidssubsidies en -garanties op de Amerikaanse hypotheekmarkt. Als gevolg hadden private partijen geen belang meer bij een adequate risico-inschatting en aanvaardden zij steeds slechtere risico’s.¹⁵ Daarmee bouwden de risico’s in het systeem zich op.

Indien de overheid besluit risico’s op zich te nemen, is het dus van belang de verstoringen van de interventie te beperken. Beprijzing van risico’s kan een belangrijk element zijn om te zorgen dat marktpartijen risico’s internaliseren. Goed risicobeheer kan er aan bijdragen dat private partijen risico’s niet simpelweg kunnen doorschuiven naar de publieke sector. Vermeden moet worden dat private verliezen kunnen worden gecollectiviseerd. Dat geldt overigens ook als de overheid zich niet op voorhand heeft gecommitteerd de risico’s te dragen, maar uiteindelijk wel met de risico’s geconfronteerd kan worden. Dit bleek bijvoorbeeld het geval bij de problemen in het bankwezen in 2008 en 2009. Tot slot is van belang dat extreme klappen ook het schokdempende vermogen van de overheid te boven kunnen gaan. Goed risicobeheer is daarom belangrijk om de grenzen aan de draagkracht van de overheid te bewaken.

De overheid loopt kortom op verschillende manieren risico: omdat risico’s automatisch terugslaan op de begroting of omdat zij een expliciet besluit neemt om risico’s op zich te nemen. De volgende paragrafen gaan nader in op de verschillende kanalen.

2.2 De economie

Deze paragraaf gaat in op risico’s die een min of meer automatisch karakter kennen: zonder beleidsaanpassing reageren de overheidsfinanciën direct op bepaalde ontwikkelingen. Zo schommelen de inkomsten van de overheid mee met de economische groei. Bij een lagere economische groei krijgt de overheid minder inkomsten binnen, bijvoorbeeld aan vennootschapsbelasting of inkomstenbelasting. De uitgaven groeien wel door, of kunnen zelfs oplopen, zoals bij de werkloosheidsuitgaven. De overheidsfinanciën hebben daarmee een

¹⁴ Welk instrument het meest effectief is, hangt af van diverse factoren, zoals de leenkosten van de staat ten opzichte van de private sector, de administratieve lasten, het marktrisico, en het vermogen om risico’s te monitoren. Zie D. Lucas, *Measuring and managing federal financial risk*, NBER, 2010.

¹⁵ Zie onder andere R. Rajan, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, 2010.

automatische stabiliserende werking op de economie. Voor Nederland is deze automatische stabilisatie van relatief groot belang, mede als gevolg van een relatief groot beslag van de overheid op de economie.

De afhankelijkheid van het EMU-saldo voor de conjunctuur wordt weergegeven met de zogenoemde begrotingssensitiviteit. De OESO heeft voor Nederland een begrotingssensitiviteit van 0,53 geschat. Dit wil zeggen dat als de stand van de conjunctuur met 1 procent verslechtert, het EMU-saldo gemiddeld genomen verslechtert met 0,53 procentpunt. Het betreft daarbij een gemiddeld effect over een langere periode. In individuele jaren kan de verslechtering groter of kleiner zijn. Analyse voor de 13^e Studiegroep Begrotingsruimte laat zien dat historisch blijkt dat het saldo in echt slechte tijden relatief fors verslechtert.¹⁶ Zo ook in de kredietcrisis. Mogelijk versterkt het toenemende belang van de aandelenmarkten, huizenprijzen, en gasbaten het effect van de begrotingssensitiviteit. Zo kunnen lagere aandelenkoersen via vermogensverliezen en hogere pensioenpremies leiden tot lagere belastinginkomsten.

Naast de economische groei is de begroting gevoelig voor veranderingen in de rente. Dit is ten eerste het gevolg van de financieringsverplichtingen van de staatsschuld. Een stijgende rente leidt geleidelijk tot hogere financieringslasten voor de staat.

Kwantificering 1 – Het effect van een rentestijging op de rente-uitgaven van het Rijk

De negatieve effecten van een rentestijging op de financieringslasten van de staat kunnen worden geïllustreerd met een simpel voorbeeld. Onder het huidige beleid werkt de overheid met een gemiddelde rentevasteperiode van 7 jaar. Per jaar loopt de overheid dus een renterisico op ongeveer 1/7 van de schuld. Uitgaande van een schuld van 311 miljard euro ultimo 2010, leidt een 1 procentpunt rentestijging tot circa 440 miljoen euro hogere rentelasten per jaar ($1/7 * 1 \text{ procent} * 311 \text{ miljard}$).¹⁷ Dit betreft overigens alleen het directe effect van een hogere rente en niet de indirecte effecten zoals een mogelijk lagere groei of verdringing van meer productieve uitgaven. Het rapport Risicomanagement van de staatsschuld geeft een uitgebreide beschrijving van de wijze waarop de overheid de renterisico's beheert.

Naast het directe effect via de rente-uitgaven van het Rijk heeft een rentestijging additionele negatieve effecten op de overheidsfinanciën via een lagere economische groei. Dit leidt tot minder belastinginkomsten en extra overheidsuitgaven door oplopende werkloosheid. Volgens de standaardvariant van het CPB leidt een verhoging van de lange rente met 1 procentpunt in totaal tot een verslechtering van het EMU-saldo met 1,5 procentpunt na vier jaar.¹⁸ Verder kan een rentestijging leiden tot een derving in de inkomstenbelasting via de hypotheekrenteaftrek. De Eerste Kamer heeft gevraagd naar de omvang van dit effect bij de discussie over de motie van het lid De Boer.¹⁹

¹⁶ Zie W. Schilperoord en P. Wierds, *De conjunctuurgevoeligheid van de Nederlandse begroting*, ESB, 2010

¹⁷ Aangezien de rente-uitgaven onder de uitgavenkaders vallen, resulteert de stijging niet in een schuldopdrijvend effect, maar in verdringing van andere uitgaven.

¹⁸ CPB, *Varianten SAFFIER II, Achtergronddocument bij SAFFIER II*, CPB document 217, 18 januari 2011.

¹⁹ Motie van het lid De Boer c.s., nr. 32 500 C, 2010.

Kwantificering 2 – Het effect van een rentestijging op de hypotheekrenteaf trek

Het budgettaire beslag van de hypotheekrenteaf trek bedroeg in 2010 circa 12,1 miljard euro. Uit cijfers van De Nederlandsche Bank blijkt dat het gemiddelde rentetarief op woninghypotheken 4,76 procent bedroeg. Op veel hypotheken geldt een rentevaste periode. In 18 procent van het hypotheek totaal is deze rentevaste periode voor 1-5 jaar, in 40 procent voor 5-10 jaar, en in nog eens 18 procent voor langer dan 10 jaar. Gegeven deze rentevaste perioden komt een rentestijging niet direct volledig tot uiting in het budgettaire beslag van de hypotheekrenteaf trek. Tot slot is van belang dat een rentestijging zal leiden tot lagere huizenprijzen. Volgens onderzoek van het CPB leidt een 1 procent hogere rente tot het structureel achterblijven van de huizenprijzen met 5,9 procent ten opzichte van het basispad.²⁰

Naar verwachting geldt dan dat als het rentetarief met 1 procentpunt stijgt, het budgettaire beslag van de hypotheekrenteaf trek in het eerste jaar met 200 miljoen euro toeneemt. Indien de rente op het hoger niveau blijft, loopt de derving op tot 700 miljoen euro in jaar 5.

2.3 Interventies

Deze paragraaf gaat in op het risico dat de overheid moet ingrijpen in het geval van een negatieve schok. In dit geval gaat het er dus niet om dat de overheidsfinanciën automatisch reageren op de financieel-economische ontwikkelingen, maar dat de overheid een expliciet besluit neemt om te interveniëren. De overheid kan dit doen omdat de kosten van niet ingrijpen hoger kunnen zijn dan de kosten van wel interveniëren. Een voorbeeld is het redden van belangrijke financiële instellingen. De overheid kan hiertoe besluiten omdat een ondergang grote schade zou kunnen toebrengen aan de economie en de financiële stabiliteit. Bij dergelijke interventies kan tegenover de schuldtoename een toename van bezittingen van de overheid staan. De overheid loopt echter wel financierings- en ondernemingsrisico's op bezittingen die doorgaans niet als onderdeel van het publieke domein worden beschouwd.

²⁰ CPB, *Welke factoren bepalen de ontwikkeling van de huizenprijs in Nederland?*, CPB document No 81, April 2005.

Box 2 Financiële sector interventies 2008-2009

De ontwikkelingen in de kredietcrisis bieden een inzicht in de omvang van het impliciete risico van de financiële sector voor de overheidsfinanciën. Om de financiële stabiliteit in Nederland te borgen, heeft de overheid diverse interventies gepleegd. De omvangrijkste interventie bestond uit een totale investering van 27,9 miljard euro voor de koop, herkapitalisering, integratie en afwikkeling van ABN AMRO/Fortis. Daarnaast heeft de staat voor kapitaalversterking een bedrag van 20 miljard euro beschikbaar gesteld om het vermogen te versterken. De volgende versterkingen zijn daarmee mogelijk gemaakt: 10 miljard euro in ING, waarvan inmiddels 7 miljard is terugbetaald; 3 miljard euro in Aegon, die inmiddels is terugbetaald; 750 miljoen euro voor SNS reaal, waarvan inmiddels 185 miljoen is terugbetaald. Deze interventies hebben een aanzienlijk financieel rendement opgeleverd voor de overheid.

De belangen die de overheid heeft genomen zijn direct ten laste van de EMU-schuld gebracht. De interventies zijn te classificeren als financiële transacties en werken niet direct door in het EMU-saldo (met uitzondering van een gedeelte van de ABN AMRO-transactie dat in lijn met Europese regels het EMU-saldo heeft belast).²¹ Wel kan een verslechtering van het EMU-saldo verwacht worden als gevolg van de hogere rentelasten die voortvloeien uit de hogere staatsschuld. Het saldo wordt positief beïnvloed door rente- en dividendopbrengsten. Bij de terugbetaling door financiële instellingen conform de afspraken resulteren de interventies uiteindelijk in een positief effect op de overheidsfinanciën.

Het uitgangspunt van het kabinet is om de belangen binnen vijf jaar substantieel te hebben afgebouwd op de voorwaarde dat de marktomstandigheden dit toelaten. Het streven is daarbij om de investering terug te verdienen, vermeerderd met de kapitaalkosten van de Staat. Het risico bij hernieuwde onrust op de financiële markten is dat de afbouw van de overheidsbelangen wordt vertraagd of uiteindelijk een lager rendement wordt gerealiseerd.

Een ander voorbeeld van een overheidsinterventie in de kredietcrisis is de verruiming van het Depositogarantiestelsel (DGS, zie Bijlage 1). Bij het faillissement van Icesave is de overheid gedupeerde burgers tegemoet gekomen door de grens van het DGS te verhogen tot 100.000 euro. Dit had een eenmalig negatief effect op de overheidsfinanciën.

Om een kwantitatief beeld te krijgen in de weerbaarheid van het bancaire systeem zijn in 2010 en 2011 Europese stresstests voor de bancaire sector uitgevoerd. Deze tests lieten zien hoe de bancaire sector in het geval van een somber, negatief economisch scenario ervoor staat. Uit de meest recente test blijkt dat van de 91 geteste Europese banken er bij 8 banken kapitaal bij moet. De vier Nederlandse banken die hebben meegedaan lijden in dit fictieve scenario verliezen, maar blijven ruim voldoende gekapitaliseerd.

2.4 Garanties

Indien het in de rede ligt dat de overheid tot interventies overgaat in het geval van een schok, kan het soms aan de orde zijn om hiervoor een expliciete garantie af te geven. Als de garantie eenmaal is afgegeven, is de overheid juridisch gebonden om de kosten te dragen

²¹ Het EMU-saldo is een netto-begrip. Bij financiële transacties staat tegenover de toegenomen schuld een toegenomen bezit, zodat de balanspositie en daarmee het EMU-saldo (maar niet de EMU-schuld) in principe onveranderd blijft. Over de precieze toepassing van deze vuistregel wordt besloten door Eurostat op basis van de concrete vormgeving van een transactie. Voor een verdere toelichting zie Schilperoot W., *Economische en Monetaire Unie: tekort maakt schuld?*, Economische Statistische Berichten, 2006.

wanneer de garantie wordt ingeroepen. Door het risico op inroepen waar mogelijk te kwantificeren en te beprijzen, kunnen de juiste prikkels worden afgegeven aan private partijen. Bovendien kan de geïnde premie worden gespaard om toekomstige schade te kunnen betalen. Dit sparen kan expliciet gebeuren door het opbouwen van een reserve, of impliciet door het overheidstekort en de schuld te verlagen. Het expliciteren van het overheidsrisico kent als mogelijk nadeel het zogenoemde moreel risico: private partijen gaan meer risico's nemen omdat hen zekerheid wordt geboden over de overheidssteun.

Tijdens de kredietcrisis heeft de overheid diverse garanties afgegeven om de financiële stabiliteit in Nederland te borgen. Zo heeft de overheid een garantieloket van 200 miljard euro geopend. De financiële instellingen die hiervan gebruik maken betalen hiervoor een premie. De uitstaande garanties op de financiële sector bedragen thans (stand Voorjaarsnota 2011) ruim 5 procent bbp, waardoor de begroting risico loopt in het geval van negatieve schokken.²² Op zichzelf leidt het afgeven van een garantie overigens niet tot een hogere schuld.²³ Als een premie wordt gerekend kan zelfs sprake zijn van een (klein) positief effect. Pas als de garantie zou worden ingeroepen, is sprake van een schuldtoename. Potentieel gaat het hier om grote bedragen.

Kwantificering 3 – De risico's van de ING Alt-A portefeuille

In de crisis heeft de staat een gedeelte van het risico op de Amerikaanse hypotheekportefeuille van ING overgenomen. In 2009 heeft de overheid de risico's van de portefeuille laten analyseren en in september 2010 heeft een actualisatie plaatsgevonden. Vier externe partijen hebben toen verschillende scenario's doorgerekend. Uit de actualisatie bleek dat de risico's voor de overheid zijn toegenomen. In het meest sombere stress scenario wordt volgens een van de externe partijen een verlies gemaakt van circa 1,4 miljard dollar. In de meeste andere scenario's is sprake van een positieve waarde voor de overheid. Dit is mede te danken aan additionele premiebetalingen door ING (zie bijlage 1 voor een toelichting op de Alt A-faciliteit).

Net als voor de financiële sector geldt dat ook negatieve ontwikkelingen in Europa kunnen leiden tot interventies van de overheid. Zo heeft Nederland begin 2010 ingestemd met het verstrekken van leningen aan Griekenland.²⁴ Medio 2010 is vervolgens het European Financial Stability Facility (EFSF) opgericht, bedoeld om eurolanden in financiële nood te kunnen helpen, ten einde de stabiliteit van het eurogebied te waarborgen.

Naast garanties loopt de overheid risico via zogenoemde achterborgstellingen. In dit geval is het Rijk indirect blootgesteld aan risico's. Een belangrijke achterborgstelling is de Nationale Hypotheekgarantie (NHG, zie bijlage 1). De directe garantie wordt hier afgegeven door het Waarborgfonds Eigen Woningen (WEW), dat schades in eerste instantie in het garantievermogen zal opvangen (643 miljoen euro, ultimo 2010). Als het garantievermogen is uitgeput, verstrekt de overheid een renteloze lening en is sprake van schuldtoename.

²² Betreft Garantiefaciliteit bancaire leningen.

²³ Uitzonderingen zijn mogelijk. Zo heeft het Europese statistiekbureau Eurostat geoordeeld dat netto leningen van het EFSF moeten worden meegenomen in de schuldratio's van de uitlenende landen ondanks dat formeel slechts sprake is van een garantie aan het EFSF, omdat Eurostat van mening is dat vanwege zijn structuur, EFSF in feite een directe weerspiegeling van de eurolanden zelf is.

²⁴ In vervolg op de afspraken ten aanzien Griekenland begin 2010, zijn recente ontwikkelingen nader beschreven in de brief Voorbereiding plenaire debat 17 augustus 2011, kenmerk: BFB2011-1651M, dd 16 augustus 2011.

De onderstaande tabel geeft een overzicht van de grootste risicoregelingen (garanties, achterborgconstructies, verzekeringen, leningen) die de overheid heeft afgegeven en de mogelijke ‘trigger’ (de schok die ten grondslag kan liggen aan een aanspraak op de garantie). Gegeven de toegenomen aandacht voor de risico’s van deze risicoregelingen, wordt hierop in bijlage 1 een uitgebreide toelichting gegeven. Bijlage 2 geeft vervolgens een overzicht van alle garanties waarop de overheid risico loopt. In het volgende hoofdstuk wordt nu eerst ingegaan op de mogelijke relatie tussen de genoemde schokken. De garanties keren tevens terug in de daar gepresenteerde simulaties.

Tabel 1 Overzicht risicoregelingen groter dan 10 miljard euro²⁵

Risico	Aangegane verplichting (max, mld)	Mogelijke schok (trigger)
Financiële markten risico’s		
Garantiefaciliteit interbancaire leningen	33,2	Financiële crisis
Alt-A portefeuille ²⁶	16,4	Huizenmarkt, recessie – VS
Europese risico’s		
European Financial Stability Facility (EFSF) ²⁷	55,9*	Europese schulden crisis
Wereldwijde risico’s		
Garanties Internationale Financiële Instellingen	46,4	Mondiale of lokale economische crisis
Exportkredietverzekeringen	13,4	
Overige Nederlandse risico’s via achterborgstellingen²⁸		
Nationale Hypotheekgarantie (NHG)	126,4	Huizenmarkt, recessie – NL
Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW)	85,3	Huizenmarkt NL

* Bij het EFSF is sprake van een overgarantie om de leencapaciteit van het EFSF effectief te kunnen inzetten. De totale garantie op de hoofdsom en de rente op de hoofdsom bedraagt circa 34 miljard euro. De overgarantie op de hoofdsom en de rente op de hoofdsom bedraagt circa 21 miljard euro. De overgarantie is in feite een tweedelijns garantie om de AAA-rating van EFSF te garanderen.

25 Het betreft het *geëffectueerde risico 2011* (Zie Miljoenennota 2012, bijlage 8 Garantieoverzicht van het Rijk 2012) die getriggerd kunnen worden door financieel-economische schokken. Met uitzondering van de Alt-A portefeuille.

26 Zie Financieel Jaarverslag van het Rijk 2010, Bijlage 5: Monitor Financiële Interventies, pagina 65.

27 EFSF is een tijdelijk noodmechanisme, dat vanaf medio 2013 structureel wordt vervangen door ESM. Zie voor nadere toelichting *Garantieplichting* bij artikel 4 in de eerste supplementaire 2011 van begroting IXB.

28 Bij achterborgstelling is het Rijk indirect blootgesteld aan risico’s, omdat de garantieplichtingen in dat geval niet worden afgegeven door het Rijk, maar door een stichting. Het Rijk wordt pas aangesproken wanneer de stichting niet aan haar verplichtingen kan voldoen.

In het vorige hoofdstuk zijn de verschillende kanalen en de belangrijke risico's besproken met potentiële gevolgen voor de overheidsfinanciën. Dit hoofdstuk geeft een kwantitatieve illustratie van de mogelijke gevolgen. Na de inleiding in paragraaf 3.1 worden in paragraaf 3.2 enkele fictieve simulaties gepresenteerd. In deze simulaties treden verschillende schokken tegelijkertijd op. In paragraaf 3.3 worden de resultaten besproken.

3.1 Inleiding

Het doorrekenen van simulaties en varianten kent beperkingen. Zo zijn de in dit hoofdstuk gepresenteerde simulaties nadrukkelijk geen voorspellingen. In praktijk zal een schok of een variant nooit precies zo optreden als gemodelleerd - en zelfs als dat wel het geval zou zijn, dan zullen de uitkomsten anders zijn dan uit de modelmatige doorrekening volgt.

De simulaties laten het effect van schokken zien zonder aanvullende beleidsreactie. In praktijk is het aannemelijk dat bij grote schokken de overheid wel zal reageren. Volgens het regeerakkoord is het kabinet verplicht om maatregelen te nemen als het EMU-saldo meer dan 1 procentpunt neerwaarts afwijkt van het beoogde saldobpad. Daarnaast verplichten de begrotingsregels om corrigerende maatregelen te nemen als de uitgavenkaders worden overschreden. De veronderstelling van het achterwege blijven van een aanvullende beleidsreactie is niettemin nuttig om de effecten van schokken op de overheidsfinanciën inzichtelijk te maken. In lijn met het basispad van het CPB voor de middellange termijn beslaan de simulaties de periode van het regeerakkoord: 2011-2015.²⁹

Met deze kanttekeningen in het achterhoofd bieden de simulaties de volgende meerwaarde ten opzichte van de bestaande analyses als beschreven in hoofdstuk 1:

- De schokproef biedt inzicht in de ontwikkeling van de overheidsfinanciën bij forse schokken. Bestaande analyses van bijvoorbeeld het CPB geven reeds veel informatie over de effecten van beperktere afwijkingen ten opzichte van het basispad.³⁰
- De analyse kijkt niet alleen naar de directe effecten van schokken op de economie en de overheidsfinanciën, maar ook naar de indirecte effecten als gevolg van interventies in de financiële sector en de overheidsgaranties.
- Zoveel mogelijk wordt rekening gehouden met de correlatie tussen risico's. In praktijk treden schokken zelden in isolatie op. Als het slecht gaat, gaat het echt slecht. Zo leidde in de huidige crisis een schok op de Amerikaanse huizenmarkt tot een kredietcrisis die zich ontwikkelde tot een Europese schulden crisis.

De crisis heeft aangetoond dat modellen moeilijk met extreme omstandigheden ('tail-events') kunnen omgaan. In crisissituaties blijken vaak correlaties tussen gebeurtenissen te ontstaan die van tevoren niet voorzien waren. Het falen van de risicomodellen in het bankwezen tijdens deze crisis illustreert dat een modelmatige benadering op basis van een beperkte dataset weinig houvast biedt. In de simulaties wordt dan ook gewerkt met onzekere, maar redelijke veronderstellingen over de samenhang tussen belangrijkste risico's. Figuur 2 geeft ter illustratie een indicatief schematisch overzicht van de causaliteit tussen enkele verschillende negatieve schokken die in dit rapport worden behandeld.

²⁹ Juist vanwege de veronderstelling dat geen beleid wordt gevoerd, heeft verder kijken weinig zin. Ook de beschikbaarheid van financiële sector informatie weerhoudt ons van het kiezen van een langere periode.

³⁰ Zie onder andere CPB, *Varianten Saffier II*, *Achtergronddocument bij: SAFFIER II*, CPB-document 217, 2010.

Figuur 2 Indicatieve causaliteit tussen risico's van links naar rechts

Gevolg Schok	Woningmarkt Nederland	Beurskrach	Hogere olieprijs	Financiële crisis	Europese schuldencrisis	Mondiale economische crisis
Woningmarkt Nederland	■	□	□	■	□	□
Beurskrach	□	■	□	■	■	■
Hogere olieprijs	□	□	■	□	□	■
Financiële crisis	□	■	□	■	■	□
Europese Schuldencrisis	■	■	□	■	■	□
Mondiale economische crisis	■	■	□	■	■	■

■ Sterk effect ■ Kleiner effect □ Onbepaald/indirect effect

Uit de tabel volgt een algemeen beeld dat hernieuwde problemen bij financiële instellingen relatief ver om zich heen kunnen grijpen.³¹ Het gevolg is dat de schatkist via verschillende kanalen wordt geraakt. Bovendien kent Nederland een relatief grote financiële sector, zodat het directe effect op de overheidsfinanciën relatief groot kan zijn. Ook een mondiale crisis zou een verstrekkende en relatief diepe impact kunnen hebben. Hoe en of verschillende schokken in praktijk zullen samenhangen is overigens op voorhand niet precies te voorzien. Wel lijkt aannemelijk dat in het geval van een financiële, Europese, of mondiale crisis een veelvoud aan schokken zal optreden. In de simulaties in de volgende paragraaf wordt dan ook gewerkt met meerdere schokken op basis van redelijke veronderstellingen over hun onderlinge samenhang.

3.2 Financieel-economische schokken

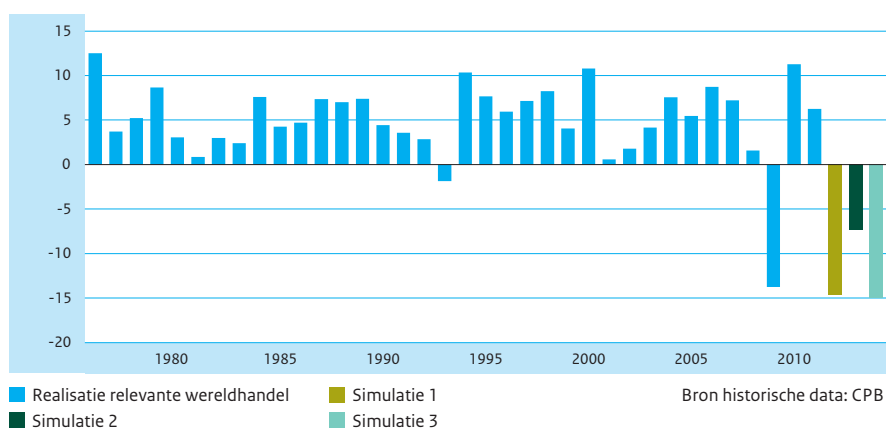
Deze paragraaf biedt inzicht in de mogelijke effecten van fictieve schokken op de overheidsfinanciën door enkele simulaties te presenteren. De drie gepresenteerde simulaties zijn een financiële crisis, een Europese schuldencrisis en een mondiale economische crisis. De simulaties zijn dus enigszins geïnspireerd door recente ontwikkelingen. Dat biedt als belangrijk voordeel dat de recente inzichten uit de crisis kunnen worden meegenomen in de simulaties. Tegelijkertijd dient in het achterhoofd te worden gehouden dat het denken vanuit bestaande situaties een beperking vormt. Nieuwe schokken kennen mogelijk een geheel ander, nu nog niet te voorzien karakter.³² De basis van de simulaties kan niettemin worden beschouwd als een logische aanvliegroute voor Nederland: een zeer open economie, met een relatief grote financiële sector en gelegen in een geïntegreerde economische en monetaire unie.

In de simulaties zijn forse schokken verondersteld, die zelfs in de afgelopen crisisperiode niet als zodanig zijn ervaren. De onderstaande figuren illustreren dit.

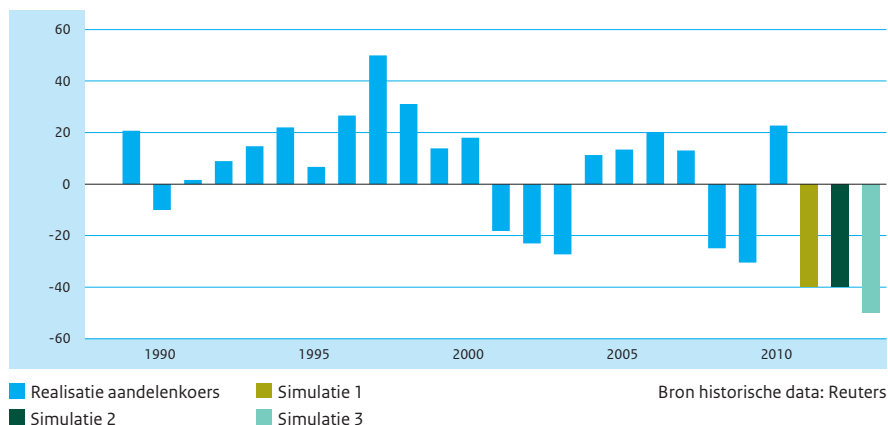
³¹ Uit onderzoek blijkt dat diverse schokken en financiële, economische en schuldencrisis nauw samenhangen. Zie onder andere Reinhart en Rogoff, *This time is different*, 2010.

³² Doel van de schokprof is geen toekomstverkenning, maar het bieden van inzicht in de schokbestendigheid van de overheidsfinanciën met behulp van enkele fictieve schokken.

Figuur 3.1 Relevante wereldhandel (mutaties ten opzichte van voorafgaand jaar)



Figuur 3.2 Aandelenkoersen (mutaties ten opzichte van voorafgaand jaar)



In de simulaties wordt duidelijk gemaakt wat het effect is van het optreden van diverse grote schokken ten opzichte van het basispad van het CPB. Zo zijn dus de schuldquoten die worden gepresenteerd in de tabellen mutaties van de schuldquote. Voor het schuldniveau moet de gepresenteerde mutatie worden opgeteld bij het schuldniveau van het basispad; paragraaf 3.3 gaat hier verder op in. Conform hoofdstuk 2 wordt per simulatie een toelichting gegeven op het effect van een schok via:

- 1 de economie
 - 2 de mogelijkheid van interventies, met name in de financiële sector
 - 3 de eventuele aanspraak op overheidsgaranties
- 1 Het CPB heeft op verzoek van Financiën de effecten op de overheidsfinanciën en andere economische variabelen doorgerekend van de door Financiën geleverde fictieve schokken.
 - 2 De simulaties zijn gemaakt met een macro-economisch model waar de financiële sector geen deel van uit maakt. De Nederlandse Bank heeft geanalyseerd wat in de simulaties de effecten op de financiële sector zouden kunnen zijn op basis van de ervaringen gedurende de kredietcrisis en de inzichten opgedaan met de bancaire stresstests (zoals de Europese EBA-testen en de IMF FSAP-stress test).³³ Daarbij is gekeken wat de gevolgen voor de overheidsfinanciën zouden kunnen zijn indien de overheid extra kapitaal zou

³³ European Banking Authority, *EU-wide stress test aggregate report*, 2011.

verstrekken op het moment dat de stabiliteit van de financiële sector als geheel in het geding komt. Hierbij dient bedacht te worden dat het in werkelijkheid geenszins zeker is dat de overheid tot kapitaalinterventies zal overgaan indien de verliezen in het financiële sector zich materialiseren. In het volgende hoofdstuk wordt toegelicht dat in het huidige beleid veel wordt gedaan om de kans te verkleinen dat de overheid tot interventies moet overgaan.

- 3 Het ministerie van Financiën heeft tot slot de denkbare effecten voor de overheidsgaranties gezien.

Getracht is te komen tot intern consistente varianten, waarbij nadrukkelijk wordt aangetekend dat de precieze interactie tussen de reële economie, de financiële sector en de overheidsgaranties zeer onzeker is.

Simulatie 1: Financiële crisis

In deze variant wordt ter illustratie verondersteld dat de problemen in het bankwezen, zoals we die in 2008 en 2009 hebben gezien, terugkeren:

- Wereldhandel daalt met 15 procent, gevolgd door licht herstel;
- Invoerprijzen dalen met 5 procent, waaronder energie (in euro's) met 20 procent;
- Aandelenkoersen dalen met 40 procent en huizenprijzen met 10 procent; aantal woningtransacties daalt met 25 procent;
- Nominale lange rente daalt, maar risicopremie (ten opzichte van die rente) stijgt met 1 procentpunt;
- Negatieve impuls vanuit vertrouwen consumenten.

Tabel 2 Gevolgen van simulatie 1: Herhaling kredietcrisis (mutaties ten opzichte van het basispad)

	jaar 1	jaar 2	jaar 3	jaar 4	jaar 5
Relevant wereldhandelsvolume*	-14,7	-10,6	-10,6	-10,6	-10,6
Lange rente**	-0,8	-1,2	-0,8	-0,4	-0,4
Bruto binnenlands product*	-4,4	-4,4	-4,5	-5,0	-5,4
Particuliere consumptie*	-2,4	-3,5	-4,5	-5,8	-6,7
Uitvoer goederen, exclusief energie*	-12,7	-10,0	-10,4	-10,6	-10,8
Prijs bruto binnenlands product*	-1,1	-2,2	-1,7	-1,3	-1,4
Werkloosheid (% beroepsbevolking)**	1,5	2,8	2,6	2,4	2,5
EMU-saldo (% bbp)**	-1,8	-3,0	-3,2	-3,1	-3,4
EMU-schuld (% bbp)**	12,1	17,2	19,9	22,0	24,5

* Cumulatieve afwijking ten opzichte van het niveau in het basispad in procenten.

** Cumulatieve afwijking ten opzichte van het niveau in het basispad in absolute zin (afwijkingen uitgedrukt in %-punt).³⁴

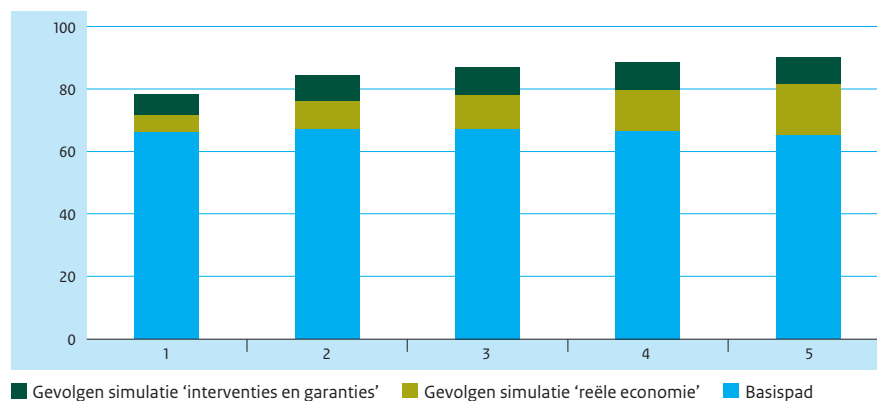
- 1 De crisis zal het vertrouwen in de economie en op de financiële markten verder doen afnemen. Het lagere vertrouwen, de minder gunstige economische positie van huishoudens en lagere pensioenen zorgen voor een krimp in de groei van de consumptie van huishoudens. In het buitenland treden vergelijkbare effecten op. Dit resulteert in een daling van de relevante wereldhandel. Als gevolg neemt de vraag naar olie af, met als gevolg lagere olieprijsen. Daarnaast werkt het gedaalde vertrouwen direct door op de beurs. De hogere risicopremies op de financiële markten resulteren erin dat bedrijven geconfronteerd worden met een hogere rente.³⁵ Het partiële effect van het reële kanaal leidt tot een verslechtering van de schuldquote met zo'n 16 procent bbp in jaar 5.

³⁴ Voor een uitgebreide toelichting voor het lezen van de tabel zie CPB, *Varianten SAFFIER II, Achtergronddocument bij SAFFIER II*, CPB document 217, 18 januari 2011.

³⁵ De rentestand, als weergegeven in tabel 1, vormt de risicovrije rente. Marktpartijen betalen hierboven op onder andere een risicopremie.

- 2 De financiële stabiliteit komt onder druk en de overheid springt in om systeemrelevante instellingen te helpen. Op basis van de ervaringen tijdens de kredietcrisis is een interventie verondersteld van circa 30 miljard euro. Het partiële schuldopdrijvende effect via het kanaal van de interventies bedraagt ruim 4 procent bbp in jaar 5.
- 3 Gegeven dat de problemen in de financiële sector in diverse landen zullen terugslaan op de overheidsfinanciën en de groei zullen drukken, zullen de overheidsfinanciën in diverse landen verslechteren. Dat leidt in dit scenario tot een maximaal beroep op het EFSF. De veronderstelling is dat de capaciteit van het EFSF volledig wordt benut, dat de looptijd wordt verlengd en de rente op de leningen van EFSF wordt teruggebracht naar de cost of funding van het EFSF. Dit leidt tot een extra schuldopdrijvend effect voor Nederland van (nominaal) 25 miljard euro vanaf jaar 3 (ruim 4 procent bbp).³⁶ Het partiële schuldopdrijvende effect via de garanties bedraagt bijna 4 procent bbp in jaar 5.

Figuur 4 Gevolgen van simulatie 1 voor de EMU-schuld (% bbp)



Simulatie 2: Europese schulden crisis.

In deze variant wordt verondersteld dat de problemen in enkele eurolanden aanhouden. Private partijen zien zich genoodzaakt om af te boeken op de staatsobligaties, terwijl overheden de looptijd van leningen moeten verlengen en de rente moeten aanpassen.

- Wereldhandel daalt fors;
- Eurokoers daalt met 20 procent, maar door lagere wereldhandel nauwelijks hogere invoerprijzen;
- Aandelenkoersen dalen met 40 procent en huizenprijzen met 20 procent; aantal woningtransacties daalt met 40 procent;
- Nominale lange rente vrijwel ongewijzigd, risicospread wel 1 procentpunt hoger;
- Negatieve impuls vanuit vertrouwen consumenten.

³⁶ Leningen van het EFSF verhogen de schuldquoten van de lidstaten (zie voetnoot 23).

Tabel 3 Gevolgen van simulatie 2: Europese schuldencrisis (mutaties ten opzichte van het basispad)

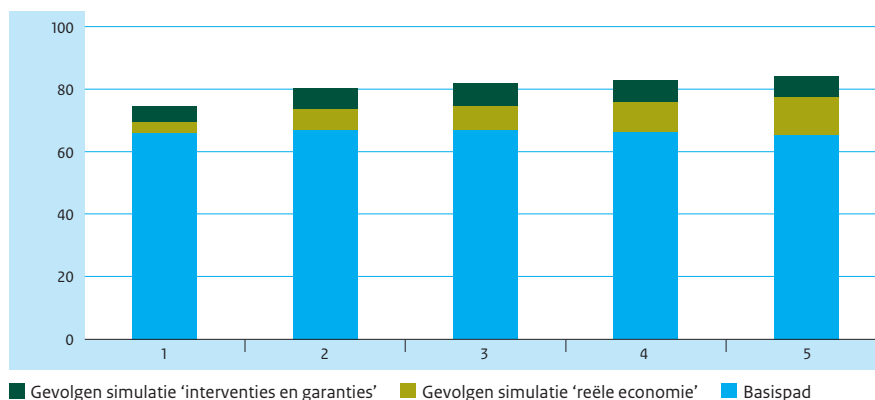
	jaar 1	jaar 2	jaar 3	jaar 4	jaar 5
Relevant wereldhandelsvolume*	-7,4	-8,7	-5,8	-5,7	-6,4
Lange rente**	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Bruto binnenlands product*	-2,9	-4,2	-4,2	-4,7	-5,4
Particuliere consumptie*	-3,6	-5,0	-6,3	-8,1	-9,1
Uitvoer goederen, exclusief energie*	-5,8	-7,7	-5,7	-5,9	-6,8
Prijs bruto binnenlands product*	-0,3	-0,2	1,3	2,8	3,2
Werkloosheid (% beroepsbevolking)**	0,9	2,3	2,3	2,1	2,2
EMU-saldo (% bbp)**	-1,3	-2,3	-2,4	-2,4	-2,6
EMU-schuld (% bbp)**	8,4	13,1	14,7	16,2	18,9

* Cumulatieve afwijking ten opzichte van het niveau in het basispad in procenten.

** Cumulatieve afwijking ten opzichte van het niveau in het basispad in absolute zin (afwijkingen uitgedrukt in %-punt).

- 1 Het aanhouden van de Europese schuldencrisis zal het vertrouwen drukken. Het lagere vertrouwen kan dan zorgen voor een krimp in de groei van de consumptie van huishoudens en tot hogere risicoaversie op de financiële markten. Omdat dit weer een internationaal scenario is, zal hetzelfde effect ook in het buitenland gelden. Hierdoor wordt gerekend met een daling van de relevante wereldhandel. Ook de werkloosheid loopt weer op. Het partiële schuldopdrijvende effect van het reële kanaal bedraagt zo'n 12 procent bbp in jaar 5.
- 2 De schuldproblemen kunnen overslaan op de financiële sector. Vele financiële instellingen hebben overheidspapier in hun bezit en hebben blootstelling op private partijen in die landen. Bovendien wordt hun rating mede bepaald door de rating van het land waarin zij hun hoofdzetel hebben. Verondersteld is dat de overheid 20 miljard euro zal investeren in de Nederlandse financiële sector. Tevens is aangenomen dat het garantieloket wordt heropend, in jaar 1 wordt hierop 10 miljard euro gegarandeerd. Dit wordt met het verstrijken van de jaren geleidelijk teruggebracht. In deze simulatie leidt de ECB verliezen op schuldpapier, die worden doorberekend aan DNB. De winstafdracht DNB aan de Staat verdampt daardoor volledig. Het partiële schuldopdrijvende effect via de interventies bedraagt 3 procent bbp.
- 3 De daling van de huizenprijzen in combinatie met de stijging van de werkloosheid leidt tot verliezen bij de Nationale Hypotheekgarantie. Deze verliezen zijn in eerste instantie op te vangen in het garantievermogen. In jaar 5 is het garantievermogen nog altijd positief, maar zakt het beneden de grens waardoor een beroep wordt gedaan op een renteloze lening van de overheid van 100 miljoen euro.
Deze simulatie heeft gevolgen voor de garanties die zijn afgegeven op het Europese noodfonds EFSF. Wat betreft het EFSF is de veronderstelling dat de volledige effectieve capaciteit wordt benut, dat de looptijd wordt verlengd en de rente op de leningen van EFSF wordt teruggebracht naar de cost of funding van het EFSF. Het schuldopdrijvende effect is 25 miljard euro vanaf jaar 3. Het partiële schuldopdrijvende effect via de kanalen van de garanties bedraagt bijna 4 procent bbp in jaar 5.

Figuur 5 Gevolgen van simulatie 2 voor de EMU-schuld (% bbp)



Simulatie 3: Mondiale economische crisis

De tekorten op zowel de betalingsbalans als de begroting van de Verenigde Staten zijn al jaren aanzienlijk. In deze variant wordt verondersteld dat als gevolg van onzekerheid over de Amerikaanse schulden, de dollar onderuit gaat en wereldwijde onzekerheid ontstaat.

- Wereldhandel krimpt met 15 procent;
- Dollar daalt met 30 procent t.o.v. euro. Invoerprijzen in euro's dalen, mede door volumeconjunctuur met 10 à 15 procent, waaronder energie met ruim 35 procent;
- Aandelenkoersen dalen met 50 procent;
- Nominale lange rente zo'n 2 procentpunt lager; risicospread (t.o.v. van die rente) stijgt met 1 procentpunt;
- Negatieve impuls vanuit vertrouwen consumenten en vermogensverlies door dollardaling (daarmee wijkt simulatie ook duidelijk af van een wisselkoersspoorboekje).

Tabel 4 Gevolgen van simulatie 3: Mondiale economische crisis (mutaties ten opzichte van het basispad)

	jaar 1	jaar 2	jaar 3	jaar 4	jaar 5
Relevant wereldhandelsvolume*	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0
Lange rente**	-1,3	-1,4	-1,8	-2,1	-2,4
Bruto binnenlands product*	-4,6	-6,1	-7,1	-7,8	-7,8
Particuliere consumptie*	-1,6	-1,6	-2,3	-3,8	-5,1
Uitvoer goederen, exclusief energie*	-13,2	-13,8	-14,7	-15,2	-15,0
Prijs bruto binnenlands product*	-1,9	-4,1	-4,3	-5,8	-8,7
Werkloosheid (% beroepsbevolking)**	1,6	3,8	4,8	5,2	5,0
EMU-saldo (% bbp)**	-1,7	-3,3	-4,3	-4,7	-4,4
EMU-schuld (% bbp)**	7,3	13,4	18,2	23,6	29,3

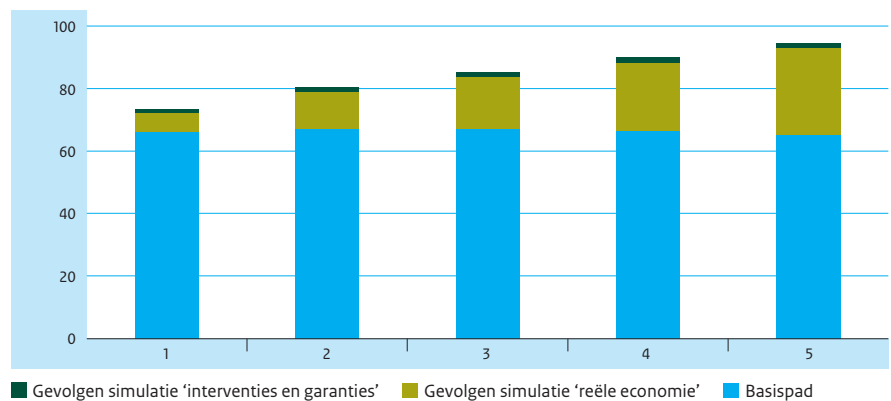
* Cumulatieve afwijking ten opzichte van het niveau in het basispad in procenten.

** Cumulatieve afwijking ten opzichte van het niveau in het basispad in absolute zin (afwijkingen uitgedrukt in %-punt).

- 1 Een daling van de waarde van de dollar heeft een direct effect op de koopkracht van de Amerikaanse huishoudens. Dit heeft een negatief effect op de relevante wereldhandel. Daarnaast leidt deze internationale schok tot een lagere olieprijs in dollars. Dat resulteert onder andere via lagere gasprijzen in een inkomstenderving voor de Nederlandse begroting. De lagere aandelenkoersen en de lagere rente leiden ertoe dat pensioenfondsen hun dekkingsgraad moeten repareren, wat leidt tot lagere pensioenen en daarmee en lagere consumptie. Het partiële schuldopdrijvende effect via het reële economische kanaal is ruim 27 procent bbp in jaar 5.

- 2 De bancaire sector heeft naar verwachting voldoende buffers om deze simulatie op te vangen zonder overheidssteun. De verwachting is dat via dit kanaal geen schuldopdrijvend effect optreedt.
- 3 Bij een sterke daling van de relevante wereldhandel en een hogere mate van economische onzekerheid kunnen Nederlandse exportbedrijven worden geraakt. De overheid verzekert een zeer klein deel van deze exporttransacties via de exportkredietverzekering-faciliteit (EKV). Op basis van assumpties over de toegenomen schadekansen en correlaties tussen verschillende landen, wordt in deze variant een verhoging van de verwachte verliezen op de EKV van 50 miljoen euro per jaar voorzien ten opzichte van normale omstandigheden. Daarnaast kunnen de problemen in de Verenigde Staten gevolgen hebben voor de Nederlandse overheidsfinanciën via de Alt-A portefeuille van ING. In dit scenario treedt een verlies op door een kleinere kasstroom uit de portefeuille, maar in de eerste jaren heeft dit nog geen effect op het saldo en schuld, omdat in de portefeuille sprake is van een buffer voor het opvangen van verliezen. Ten slotte is verondersteld dat een deel van de capaciteit van het EFSF wordt benut. Het partiële schuldopdrijvende effect van de garanties bedraagt bijna 2 procent bbp in jaar 5.

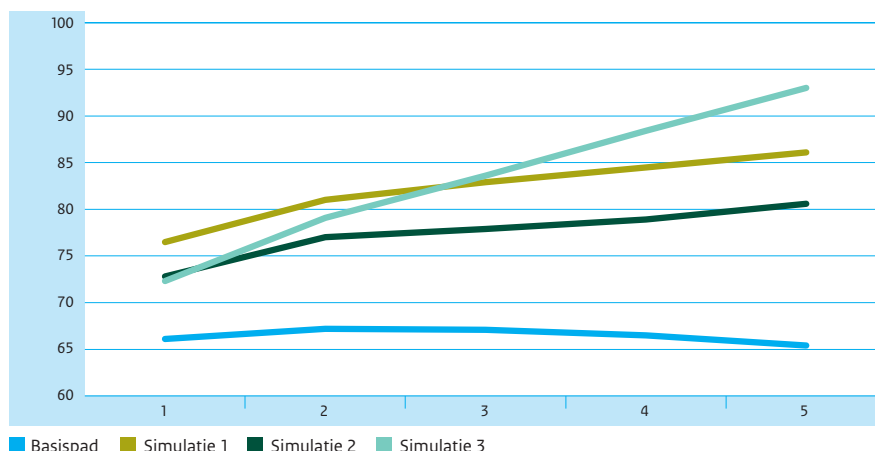
Figuur 6 Gevolgen van simulatie 3 voor de EMU-schuld (% bbp)



3.3 Bespreking en kleuring resultaten

De varianten laten zien dat een aanzienlijke verslechtering van de overheidsfinanciën mogelijk is. De onderstaande grafiek geeft het verloop van de schuldquote van de verschillende doorrekeningen. In jaar 5 ligt als gevolg van deze fictieve schokken de schuldquote tussen de 80 procent tot bijna 95 procent bbp. De verslechtering van de schuldquote in de simulaties is daarmee grofweg vergelijkbaar (simulatie 2) of groter (simulaties 1 en 3) dan de verslechtering die tijdens de kredietcrisis is opgetreden.

Figuur 7 Ontwikkeling schuldquote (in % bbp)



De schuld loopt in simulaties 1 en 2 mede op vanwege nieuwe interventies in de financiële sector. Enerzijds kent Nederland een relatief grote financiële sector, anderzijds bevestigen de internationale stress testen dat de Nederlandse sector relatief schokbestendig is. Tegenover het opwaartse effect op de schuld staat in deze varianten een toename van het bezit in de vorm van vorderingen of deelnemingen. Dat kan in latere jaren een neerwaarts effect op de schuld hebben als de verkregen bezittingen weer verkocht kunnen worden.

Een belangrijke kanttekening bij de illustratieve simulaties is dat in slechte tijden vaak correlaties blijken te bestaan die op voorhand moeilijk zijn te voorzien. Simpel gezegd: als het echt tegen zit, zit alles tegen. De modellen zijn gekalibreerd op standaard economische situaties. Zoals aangegeven, valt echter niet uit te sluiten dat in extreme situaties om diverse redenen een grotere saldooverslechtering kan optreden. Zo ging in de huidige crisis een groeierugval van bijna 6 procent bbp gepaard met een saldooverslechtering van 6 procent bbp. Bovendien kan in een crisis blijken dat als een schok als verondersteld optreedt, er nog andere mechanismen van saldooverslechtering optreden dan meegenomen in de simulatie. De sterke verslechtering van het saldo in de crisis had tevens te maken met het feit dat in 2008 sprake was van een positieve output gap. Aanpassingsmechanismen in de economie zorgen ervoor dat de feitelijke groei tendeert naar het potentiële niveau. Bij een positieve output gap leidt dit tot saldooverslechtering.

Gegeven deze mogelijkheid van saldooverslechtering via mechanismen die op voorhand niet zijn te voorzien en die ook niet in de modellen valt te vatten, biedt het rapport Risicomanagement van de staatsschuld een belangrijke complementaire analyse. Dit rapport geeft nadere aandacht aan de effecten van een renteschok op de financierbaarheid van de overheidsschuld. Het rapport verschijnt ongeveer gelijktijdig met deze schokproef.

Een tweede belangrijke kanttekening is dat een verslechtering van de overheidsfinanciën zoals blijkt uit de doorrekeningen niet eenduidig vertaald kan worden in gevolgen voor de financierbaarheid en houdbaarheid. Ter illustratie kan gewezen worden op Japan dat ondanks een schuldratio van 220 procent bbp nog niet in de problemen is geraakt bij de financiering van zijn schuld. Waar het punt ligt waar een land niet langer aan zijn verplichtingen kan voldoen hangt af van vele factoren zoals de wijze waarop de schuld is gefinancierd, de bezittingen van de overheid, de private schulden en vermogens, de potentiële groei en het sentiment op de financiële markten.³⁷

³⁷ In Nederland overtreffen de totale bezittingen de schulden met zo'n 40 procent bbp, zie Miljoenennota 2011. Voor de financieringsgrenzen aan de overheidsschuld worden verder verwezen naar Ghosh ea, *Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies*, NBER working paper 1678 2, 2011.

Om niet in de problemen te geraken met de overheidsschuld, lijkt het voor de hand te liggen om de schuld beperkt te houden. Bij een hogere schuld kunnen de rentelasten de financierbaarheid van de overheidsschuld bemoeilijken en private investeringen ontmoedigen.³⁸ Als de rentelasten sterk oplopen, kan dit leiden tot onhoudbaarheid van de overheidsfinanciën als gevolg van een negatieve spiraal. Door de hogere rentelasten loopt de schuld op. Dat leidt weer tot hogere rentelasten, wat weer resulteert in een verdere stijging van de schuld, enzovoort. Uit onderzoek blijkt bovendien dat de groei in landen met een hogere staatsschuld lager ligt, wat verlaging/stabilisatie van de schuldquote nog moeilijker zou maken.³⁹ Analyse van het IMF toont aan dat een 10 procentpunt hogere schuld leidt tot een 0,15 procentpunt lagere groei.⁴⁰ Reinhart & Rogoff laten zien dat de groei significant lager ligt in landen met een staatsschuld boven 90 procent bbp.⁴¹

Uit de schokproef blijkt dat de budgettaire en economische effecten van een nieuwe crisis aanzienlijk kunnen zijn. In drie simulaties krijgt de economische groei een behoorlijke klap en loopt de overheidsschuld flink op. De 60 procentgrens uit het EU-verdrag raakt in de varianten ver uit zicht, en de grens van 90 procent bbp wordt benaderd of overschreden. Wel blijft de Nederlandse schuld beneden het niveau van veel andere rijke landen als gevolg van de betere uitgangspositie. Hierbij dient bedacht te worden dat de meeste van de gemiddelde schokken niet alleen Nederland raken, maar ook andere landen. Zo ligt in de huidige Europese schulden crisis de druk op Zuid-Europa en Ierland, terwijl Nederland juist als veilige haven geldt. Gegeven de gezonde overheidsfinanciën en het vertrouwen van de financiële markten is het aannemelijk dat Nederland bij een internationale schok niet als eerste in de problemen raakt. Het is zelfs niet uit te sluiten dat de status van Nederland als veilige haven wordt versterkt.

Tegelijkertijd is ook in Nederland de budgettaire positie sterk verslechterd door de crisis. Bij een verdere oploop van de schuldquote neemt het vermogen om op toekomstige schokken te reageren verder af, terwijl de huidige onrust in de wereldeconomie juist het belang vergroot van voldoende budgettaire ruimte. Zoals beargumenteerd in de Miljoenennota 2011 zijn er dan ook sterke argumenten om de overheidsfinanciën op orde te brengen en de budgettaire ruimte te herstellen. De mogelijkheid van een forse oploop van de schuldquote zoals blijkt uit de simulaties versterkt die argumenten.

Tot slot is van belang dat in de simulaties de schuldquote blijft oplopen gedurende de beschouwde periode. Dit toont het belang van goed risicobeheer als omvangrijke negatieve schokken daadwerkelijk zouden optreden. In praktijk is zeer aannemelijk dat een beleidsreactie zou volgen bij een negatieve schok. Ook op de huidige crisis is met beleid gereageerd. Het volgende hoofdstuk gaat nader in op het beleid om de overheidsfinanciën op orde te brengen en de risico's te beheersen.

38 Onderzoek vindt dat historisch een 10 procentpunt hogere schuld leidt tot zo'n 0,5 procentpunt hogere rente. Zie onder andere IMF - *Global Financial Stability Report* (2009), European Commission - *Public Finances in EMU* (2004) en DNB - *Kwartaalbericht* (juni 2010).

39 Om de schuldquote stabiel te houden is een primair surplus nodig als percentage van het bbp dat bij benadering gelijk is aan het product van de schuldquote van het voorafgaand jaar en het verschil van nominale rente en de groeivoet van het nominale bbp: primair surplus (in % bbp) = schuld (in % bbp) x (rentevoet - groeivoet). Zie verder CPB, *Macro-economische Verkenningen 2011* (blz 90).

40 IMF, *Fiscal monitor: navigating the challenges ahead*, 2010.

41 Reinhart & Rogoff, *Growth in a time of debt*, American Economic Review, 2010.

De voorgaande analyse laat zien dat negatieve financieel-economische schokken belangrijke effecten op de overheidsfinanciën kunnen hebben. Dit vraagt om adequaat risicobeheer vanuit de overheid. Mede in reactie op de crisis heeft het kabinet belangrijke stappen gezet ter verbetering van het risicobeheer en het weerstandsvermogen.

Herinrichting financiële sector

Er wordt veel gedaan om voor de toekomst de kans op interventies in de financiële sector te verkleinen. Dit gebeurt over het algemeen in internationaal verband gegeven het grensoverschrijdende karakter van de financiële sector. Het nieuwe Bazelse kapitaalakkoord (Bazel III) schrijft forse hogere kapitaalbuffers voor. De systeemrelevante banken moeten daarbij aan hogere eisen voldoen. De schatting van het Europese toezichtcollege op banken (EBA) is dat er in Europa bij de 246 belangrijkste banken zo'n 260 miljard euro kapitaal bij moet om aan de nieuwe eisen te voldoen.⁴² Er is wel een termijn tot 1 januari 2019 voor volledige implementatie voorzien, zodat banken de transitie geleidelijk kunnen vormgeven.

Naast hogere buffers wordt gewerkt aan beter toezicht. De toezichthouder krijgt meer mogelijkheden om sneller en beter te interveniëren waardoor op voorhand de problemen afgewikkeld kunnen worden. In Nederland wordt gewerkt aan een crisisinterventiewet en een crisisinterventieladder.⁴³ Ook op Europees niveau wordt gewerkt aan een kader om de schade van wanordelijke faillissementen in de financiële sector te voorkomen. Zo zullen financiële instellingen en overheden zogeheten *recovery and resolution plans* opstellen. In deze plannen wordt vastgelegd hoe de instelling zich in een eventuele crisissituatie kan herstructureren zonder hulp van de overheid.

Er wordt momenteel gewerkt aan scherper toezicht op de beloningsstructuren, betere instrumenten voor het prudentiële toezicht en crisismanagement, en de oprichting van de European Systemic Risk Board om het systeemrisico te monitoren en te adresseren. De Nederlandse Code Banken leidt tot betere prikkels en kan zo helpen om een meer lange-termijn visie af te dwingen bij financiële instellingen. Tot slot zijn recent de excessen in hypothecaire kredietverlening aangepakt met de aangescherpte Gedragscode Hypothecaire Financieringen (GHF). De invoering van de bankenbelasting draagt eveneens bij aan meer financiële stabiliteit door de financiering met risicovol vreemd vermogen minder aantrekkelijk te maken.

Beheersing Europese risico's

De Europese schulden crisis toont aan dat in Europa sterkere regels en betere naleving daarvan noodzakelijk zijn om financiële stabiliteit in de toekomst te blijven garanderen. Het kabinet heeft zich hier hard voor ingezet. De lidstaten zijn momenteel in de laatste fase van onderhandelingen met het Europees Parlement over een pakket aan maatregelen, dat een sterke verbetering zal betekenen van de beleidsafspraken in Europa. Dit pakket kent de volgende elementen:

- 1 Versterking preventieve werking Stabiliteits- en Groeipact (SGP): lidstaten met grote risico's voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën en/of een schuld boven de 60 procent bbp moeten in de toekomst sneller richting hun middellangetermijndoelstelling voor het overheidstekort bewegen. Ook komt er meer aandacht voor de groei van de uitgaven;
- 2 Versterking correctieve werking SGP: naast het EMU-tekort zal in de toekomst meer naar de hoogte van de schuld worden gekeken. Het wordt zodoende mogelijk om landen aan te pakken die een relatief klein tekort, maar wel een zeer hoge schuld hebben en onvoldoende doen om deze te doen afnemen;

⁴² Zie <http://www.eba.europa.eu/cpbs>.

⁴³ Zie Kamerstukken II, 2009/2010, 32 013, nr. 6.

- 3 Nieuwe sancties in het SGP: de Commissie kan in een eerder stadium boetes voorstellen. Lidstaten krijgen minder mogelijkheden om besluiten te blokkeren. Doel is de naleving van het SGP te versterken door het aanbrengen van zoveel mogelijk semi-automatisme in de besluitvorming over sancties;
- 4 Introductie onevenwichtigheidsprocedure: schadelijke macro-economische onevenwichtigheden, zoals een aanhoudend tekort op te lopende rekening of opgeblazen huizenprijzen, moeten worden voorkomen;
- 5 Sancties in onevenwichtigheidsprocedure: lidstaten die de stabiliteit van het eurogebied ondermijnen, kunnen sancties krijgen opgelegd wanneer meermaals onvoldoende actie is genomen;
- 6 Richtlijn minimumeisen nationale begrotingsraamwerken: lidstaten zullen moeten voldoen aan een richtlijn met minimumeisen op het gebied van nationale begrotingsraamwerken.

Aanscherping garantiebeleid

Het kabinet heeft het beleid ten aanzien van garanties aangescherpt. In de toekomst zal bij het verstrekken van garanties streng worden gekeken naar nut en noodzaak van de regeling. Bij het overnemen van risico's zal de overheid in beginsel een kostendeekkende premie vragen. Ook zal de overheid bestaande regelingen beter in de gaten houden, zodat bij het vervallen van nut en noodzaak snel kan worden overgegaan op het afbouwen van de overheidsverantwoordelijkheid. Tot slot is voor een aantal individuele regelingen, zoals de Nationale Hypotheekgarantie, recent het risicobeheer versterkt.⁴⁴

Risicomanagement staatsschuld

Gedurende elke kabinetperiode voert het ministerie van Financiën een analyse uit van het risicobeheer van de staatsschuld. De analyse bevat een evaluatie van het beleid om de staatsschuld zo doelmatig en doeltreffend als mogelijk te financieren binnen de grenzen van een aanvaardbaar risico voor de begroting.

Herstel budgettaire ruimte

Een cruciale stap om risico's te adresseren is het creëren van budgettaire ruimte. Nederland heeft de gevolgen van de crisis redelijk kunnen opvangen dankzij de goede financiële uitgangspositie. In 2008 had Nederland een overschot op de begroting en de EMU-schuld daalde richting de 40 procent bbp. Dit bood de budgettaire ruimte voor de noodzakelijke interventies om de financiële stabiliteit van Nederland te borgen, en in lijn met internationale afspraken een stimuleringspakket uit te voeren.

De aanhoudende onrust op de financiële markten en de onzekere groeivoorzichten onderstrepen het belang om de budgettaire ruimte te herstellen. Het vertrouwen in de Nederlandse overheidsfinanciën blijft dan behouden en nieuwe klappen kunnen worden opgevangen. De beslissing om tijdens de huidige kabinetsperiode een pakket van 18 miljard aan maatregelen te nemen om de beschadigde overheidsfinanciën te repareren, vormt dan ook een cruciale stap. Met het pakket wordt ook een ambitieuze invulling gegeven aan de aanbevelingen volgens het Stabiliteits- en Groeipact.

Verankering langetermijnhoudbaarheid

Een solide budgettaire uitgangspositie is tevens van belang voor het opvangen van onzekerheden, schokken en trends op langere termijn, zoals de vergrijzing. Volgens de Studiegroep Begrotingsruimte is 29 miljard euro aan maatregelen nodig om de overheidsfinanciën gezond en houdbaar te maken. Het regeerakkoord bevat maatregelen die het houdbaarheidsgat met 24 miljard verkleinen. Het kabinet zet dus een zeer forse stap in het veranke-

⁴⁴ Sinds 1 januari 2011 zijn de mogelijkheden voor het Rijk versterkt om indien nodig te kunnen ingrijpen bij het Waarborgfonds Eigen Woningen via de Raad van Commissarissen, de premiestelling, en het bestuur.

ren van de langetermijnhoudbaarheid van de overheidsfinanciën. De verhoging van de AOW-leeftijd levert een belangrijke bijdrage en voorkomt dat de risico's eenzijdig bij toekomstige generaties worden gelegd. De diverse maatregelen binnen de fiscaliteit en het onderwijs hebben tot doel het groeivermogen van de Nederlandse economie te versterken, wat de houdbaarheid eveneens bevordert (zie Miljoenennota 2012).

Tot slot

Met het totaal aan maatregelen heeft het kabinet een omvattende agenda ingezet om de risico's te beheersen en de schokbestendigheid van de overheidsfinanciën te versterken. Dit rapport heeft de budgettaire en economische effecten van enkele denkbare schokken inzichtelijk gemaakt. Op voorhand is echter niet te voorspellen hoe nieuwe schokken eruit zullen zien en welke beleidsreactie dan noodzakelijk is. Juist die onvoorspelbaarheid onderstreept het belang van een goede budgettaire uitgangspositie en goed risicobeheer om toekomstige schokken, wat die ook mogen zijn, te kunnen opvangen.

B1.1 Inleiding

In Hoofdstuk 2 is ingegaan op de verschillende kanalen waarop de overheidsfinanciën kunnen verslechteren, waaronder de expliciete voorwaardelijke verplichtingen. Deze bijlage geeft een nadere toelichting op de in omvang grootste regelingen.

Tabel B1 overzicht risicoregelingen groter dan 10 miljard euro⁴⁵

Risico	Aangegane verplichting (max, mld)	Mogelijke schok (trigger)
Financiële markten risico's		
Garantiefaciliteit interbancaire leningen	33,2	Financiële crisis
ING Alt-A hypotheke	16,4	Huizenmarkt, recessie – VS
Europese risico's		
European Financial Stability Facility (EFSF) ⁴⁶	55,9*	Europese schulden crisis
Wereldwijde risico's		
Garanties Internationale Financiële Instellingen	46,4	Mondiale of lokale economische crisis
Exportkredietverzekeringen	13,4	
Overige/Nederlandse risico's via achterborgstellingen⁴⁷		
Nationale Hypotheekgarantie (NHG)	126,4	Huizenmarkt, recessie – NL
Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW)	85,3	Huizenmarkt NL

* Bij het EFSF is sprake van een overgarantie om de leencapaciteit van het EFSF effectief te kunnen inzetten. De totale garantie op de hoofdsom en de rente op de hoofdsom bedraagt circa 34 miljard euro. De overgarantie op de hoofdsom en de rente op de hoofdsom bedraagt circa 11 miljard euro. De overgarantie is in feite een tweedelijns garantie om de AAA-rating van EFSF te garanderen.

Economische en financiële schokken kunnen ertoe leiden dat garanties worden ingeroepen. De tabel geeft aan dat het hierbij potentieel om grote bedragen gaat. In de volgende paragrafen wordt de indeling uit de tabel gevolgd: paragraaf B1.2 gaat in op de situatie van (hernieuwde) problemen in de financiële sector, waarin de overheid voor de uitdaging staat om de financiële stabiliteit te borgen; paragraaf B1.3 kijkt naar de risico's die volgen uit negatieve Europese ontwikkelingen en paragraaf B1.4 naar negatieve mondiale schokken. De paragrafen geven een toelichting op de risico's en op het budgettaire risico dat hiermee wordt gelopen.

B1.2 Financiële markten risico's

B1.2.1 Garantie interbancaire leningen

Van oktober 2008 tot 1 januari 2011 is de garantieregeling voor banken van 200 miljard euro beschikbaar geweest. De regeling had tot doel het verzekeren van de continuïteit van de financiering van financiële instellingen om de kredietverlening aan bedrijven en particulieren te waarborgen.

De garantie werd verstrekt aan banken die zich wilden financieren via de uitgifte van een lening. Alle banken met een Nederlandse bankvergunning kwamen in aanmerking voor een garantie. Voorafgaand aan het verlenen van een garantie werd de Nederlandsche Bank geconsulteerd over de liquiditeit en solvabiliteit van de aanvragende bank. Wanneer aan een bank een garantie wordt verleend, moet de bank een garantiepremie betalen. De staat staat onvoorwaardelijk en onherroepelijk garant voor afgegeven garanties. Dit betekent dat de staat onverwijld dient uit te betalen indien een investeerder de garantie inroept. Dit leidt dan tot een toename van de EMU-schuld.

⁴⁵ Het betreft het *geëffectueerde risico 2011* (Zie Miljoenennota 2012, bijlage 8 Garantieoverzicht van het Rijk 2012) die getriggerd kunnen worden door financieel-economische schokken.

⁴⁶ EFSF is een tijdelijk noodmechanisme, dat vanaf medio 2013 structureel wordt vervangen door ESM. Zie voor nadere toelichting *Garantieplichting* bij artikel 4 in de eerste suppletore 2011 van begroting IXB.

⁴⁷ Bij achterborgstelling is het Rijk indirect blootgesteld aan risico's, omdat de garantieverplichtingen in dat geval niet worden afgegeven door het Rijk, maar door een daarvoor aangewezen tussenpersoon. Het Rijk wordt pas aangesproken wanneer de tussenpersoon niet aan haar verplichtingen kan voldoen.

Op het hoogtepunt van de garantieregeling eind november 2009 was de hoeveelheid uitstaande garantie 50,3 miljard euro. De laatste gegarandeerde lening loopt af in december 2014. Het risico dat de Staat loopt op deze gegarandeerde leningen is nog ruim 33,2 miljard euro (stand 2011 conform Miljoenennota 2012), aflopend naar nul (december 2014). Het garantieloket is sinds 1 januari 2011 gesloten. Als onderdeel van de exitstrategie bestaat ook sinds 1 januari 2011 de mogelijkheid voor banken om gegarandeerde leningen *vervroegd* af te lossen. Het toestaan van terugkoop van gegarandeerde leningen leidt tot minder openstaande garanties en daarmee ook tot minder risico. Daar tegenover staat echter wel budgettaire derving van de garantiepremies. Dit zal gedeeltelijk worden gecompenseerd door de in rekening te brengen 'closing out fee'.

Bij hernieuwde onrust op de financiële markten is het niet uit te sluiten dat de overheid voor de afweging wordt gesteld de garantieregeling te heropenen om de financiële stabiliteit te borgen. Wanneer banken dan gebruik maken van de garantieregeling loopt het risico voor de overheidsfinanciën weer op.

Box Depositogarantiestelsel (DGS)

De garantie op spaar- en betaaltoegoeden is geen directe overheidsgarantie, maar een garantie gefinancierd door de banken. Ontwikkelingen tijdens de crisis hebben echter laten zien dat het DGS niet volledig zonder risico's is voor de overheidsfinanciën.

Op 7 oktober 2008 werd de garantie voor deposito's verruimd tot 100.000, zonder eigen risico⁴⁸. Dit bedrag geldt nu in heel Europa. De verruiming van het DGS heeft tot doel bij te dragen aan het behoud en herstel van het vertrouwen in en het functioneren van de financiële sector. Ook de verruiming van de dekking komt voor rekening van de deelnemende banken. Alleen bij de deconfiture van Icesave op 7 oktober 2008 heeft de staat eenmalig aan de lat gestaan voor de verruiming tot 100.000 euro.

Eventuele aanspraken op het stelsel worden omgeslagen naar de deelnemende banken. Het directe financiële effect voor de staat is bij het aanspreken van het DGS dan ook beperkt tot het aandeelhouderschap van de staat in ABN AMRO. Daarnaast komen de uitvoeringskosten van DNB, voor zover deze niet worden omgeslagen over de sector, voor deze regeling indirect ten laste van de staat, via de winstafdracht DNB, en hebben via de winstafdracht dus effect op zowel het EMU-saldo als in de EMU-schuld.

Verder heeft de staat een deel van de voorfinanciering ten behoeve van de DGS-uitkeringen i.v.m. de betalingsonmacht van de DSB bank overgenomen. DNB heeft als uitvoerder van het Depositogarantiestelsel (DGS) deze uitkeringen initieel voorgeschooten. In 2010 heeft DNB het voorgeschooten bedrag teruggevorderd van de banken. De Wet financieel toezicht maximeert echter de bijdrage die per kalenderjaar van een bank gevraagd mag worden, gerekend naar de solvabiliteits- en liquiditeitspositie van de bank. Voor een deel van de banken werd dit maximum overschreden. Dit excedent diende te worden voorgefinancierd. Bij deze voorfinanciering liep DNB echter tegen de door de ECB opgelegde grens van monetaire financiering aan. Derhalve heeft de minister van Financiën het van deze banken terug te vorderen bedrag aan DNB voorgefinancierd. De rentekosten zullen door DNB worden vergoed. De voorfinanciering is begin 2011 grotendeels terugbetaald.

Het kabinet heeft besloten de financiering van het DGS te hervormen. De verandering betreft een wijziging van een ex post gefinancierd stelsel naar een ex ante gefinancierd stelsel. Praktisch gezien betekent dit dat banken periodiek een bijdrage verschuldigd zullen zijn aan een depositogarantiefonds.⁴⁹ Deze bijdragen worden gebaseerd op de door de bank aangehouden hoeveelheid gedekte deposito's en zullen afhankelijk zijn van risicoweging. Wanneer er een uitkering uit hoofde van het DGS gedaan moet worden, wordt eerst het fonds aangesproken. Indien het fonds niet toereikend is, zal het tekort worden omgeslagen over de banken. Deze systematiek zal in juli 2012 in werking treden.

48 Tot die datum werd in Nederland €40.000 gegarandeerd met een eigen risico van 10% over tegoeden tussen €20.000 en 40.000.

49 Op 1 augustus jl. is de conceptwijziging van het besluit Bijzondere prudentiële maatregelen, beleggerscompensatie en depositogarantie Wft ter consultatie gegaan. Hierin is opgenomen dat banken vanaf 1 juli 2012 in 10 jaar tijd een fonds zullen opbouwen van 1% van de door het DGS gegarandeerde deposito's. Op dit moment betekent dat een beoogd fondsniveau van 4 miljard euro.

B1.2.2 Alt-A portefeuille ING

Met de IABF (Illiquid Assets Back-up Facility) is afwaardering van de gesecuritiseerde hypotheekportefeuille van ING (de Alt-A portefeuille) voorkomen en zijn de belangrijkste kapitaalratio's van deze bank verbeterd. Uit hoofde van deze transactie heeft de Nederlandse staat een expliciete betalingsverplichting aan ING. Tegenover deze verplichting staat een vordering op ING. Deze vordering heeft betrekking op 80 procent van alle kasstromen uit de Alt-A portefeuille. De (uiteindelijke) omvang van de kasstromen uit de portefeuille is onzeker en voor een groot deel afhankelijk van de ontwikkeling van de Amerikaanse huizenprijzen.

Bij het tot stand komen van de transactie is de Alt-A portefeuille geanalyseerd. Daarbij is gebruik gemaakt van de destijds actuele inzichten en verwachtingen ten aanzien van de Amerikaanse huizenmarkt. In 2010 is een nieuwe analyse gemaakt waarbij rekening is gehouden met nieuwe ontwikkelingen en recentere verwachtingen. De analyse uit 2010⁵⁰ geeft inzicht in het uiteindelijke resultaat dat de staat zou kunnen realiseren op de IABF. In het meest sombere stress scenario wordt een verlies met netto contante waarde van 1,4 miljard dollar gemaakt. Dit laat onverlet dat er een kans bestaat dat het resultaat slechter (of beter) zal zijn dan de meest extreme scenario's uit die analyse.

De staat en ING zijn elkaar verschillende betalingen verschuldigd naar aanleiding van de back-up faciliteit. De staat betaalt een management fee⁵¹ voor het beheer van de portefeuille aan ING. Daarnaast is de staat ING een funding fee⁵² verschuldigd voor de financiering van de portefeuille. Deze betalingen hebben een negatieve invloed op zowel het EMU-saldo als de EMU-schuld. Daar staat tegenover dat ING een garantie fee⁵³ betaalt aan de staat voor het overnemen van het risico. De garantie fee wordt door Eurostat aangemerkt als een financiële transactie en heeft daarom geen invloed op het EMU-saldo. Wel heeft de garantie fee een positief effect op de EMU-schuld.⁵⁴

B1.3 Internationale risico's

In 2010 heeft de Europese Unie diverse maatregelen genomen om de stabiliteit van de euro te waarborgen. Concreet gaat het hier om een steunpakket voor Griekenland, om het *European Financial Stability Facility* (EFSF) voor het eurogebied en het *European Financial Stability Mechanism* (EFSM) voor de overige EU-lidstaten. In 2011 is als structurele opvolger van het EFSF het *European Stability Mechanism* (ESM) aangekondigd (ingangsdatum medio 2013). In het volgende wordt ingegaan op deze Europese regelingen. (Daarin komen ook het Griekse steunpakket en EFSM aan de orde. Deze staan niet in de tabel, omdat de omvang ervan kleiner is dan 10 miljard.) Daarna komen ook de andere internationale risico's aan bod: de garanties aan de Internationale Financiële Instellingen zoals het IMF en de exportkredietverzekeringen.

B1.3.1 Steunpakket aan Griekenland

In mei 2010 hebben de eurolanden aangekondigd om in samenwerking met het IMF Griekenland te steunen voor een bedrag van 110 miljard euro. Hiervan komt 80 miljard voor rekening van de eurolanden en 30 miljard euro komt van het IMF. Het aandeel wat elk afzonderlijk euroland in het bedrag heeft, wordt bepaald door de ECB-kapitaalsleutel. Na uitval van Slowakije, Ierland en Portugal bedraagt het Nederlandse aandeel 6,2 procent. Het programma is daarmee iets kleiner geworden, het Nederlandse aandeel bedraagt 4,7 miljard euro. Het steunpakket heeft de vorm van bilaterale leningen aan Griekenland. In 2010 heeft

⁵⁰ Kamerstuk II 2010/11, 31 371, nr. 353.

⁵¹ Jaarlijks 0,25 procent over het (afbouwend) staatsdeel van de portefeuille.

⁵² Jaarlijks 3 procent + 0,5 procent over het vastrenterende resterende deel van de gegarandeerde waarde plus LIBOR + 0,5 procent over het variabele renterende resterende deel van de gegarandeerde waarde.

⁵³ Deze fee bedraagt 0,55 procent + 0,826 procent over het (afbouwend) staatsdeel van de portefeuille.

⁵⁴ Zie kamerstukken II, 2010-2011, 31 371, nr. 353.

Nederland ongeveer 1,2 miljard euro aan leningen aan Griekenland verstrekt. Het verstrekken van leningen verhoogt de EMU-schuld.

Op dit moment vinden de onderhandelingen plaats over de vormgeving van een tweede steunpakket aan Griekenland via het EFSF.⁵⁵

B1.3.2 European Financial Stability Facility

Op 7 juni 2010 is het *European Financial Stability Facility* (EFSF) opgericht. Deze faciliteit kan leningen verstrekken aan eurolanden in financiële nood en is in het leven geroepen om de stabiliteit van het eurogebied te waarborgen. Lidstaten in de eurozone kunnen een beroep doen op EFSF wanneer zij de toegang tot kapitaalmarkten verliezen of excessief hoge rentes op de kapitaalmarkt moeten betalen. In ruil voor tijdelijke liquiditeitssteun moeten lidstaten significante bezuinigings- en hervormingsprogramma's doorvoeren.

Landen van de eurozone staan voor 440 miljard euro borg voor de verplichtingen die de EFSF aangaat voor de financiering van deze leningen. Obligaties die de EFSF uitgeeft om geld op te halen voor leningprogramma's worden pro rata naar de ECB-sleutel gegarandeerd door landen van de Eurozone. Alle landen van de eurozone geven garanties, behalve de landen die gebruikmaken van een steunprogramma (op dit moment Griekenland, Ierland, Portugal en Estland).

Nederland heeft voor 55,9 miljard euro aan garanties afgegeven voor de EFSF. De totale garantie bestaat uit een combinatie van eerstelijns en achtervanggaranties. De eerstelijns garanties dienen hierbij de directe dekking van de nettoleningen van EFSF en de daaraan gekoppelde rentelasten. Aanvullende achtervang garanties zijn nodig om de AAA rating van EFSF te garanderen. Voor Nederland gaat het dan voor de netto leningen en bijbehorende achtervang garanties om ruim 44 miljard euro. Om te allen tijde de leencapaciteit van 440 miljard euro zeker te stellen, moeten ook de rentelasten worden gegarandeerd. Deze bewegen mee met de renteontwikkeling. Volgens de huidige renteramingen is op het moment van drukken van dit rapport sprake van ruim 11 miljard euro aan garantie voor de rentelasten van het EFSF. Door renteontwikkelingen is deze garantie aan veranderingen onderhevig. Het totaal aan ruim 44 miljard euro aan eerstelijns en achtervang garanties blijft altijd hetzelfde. Alle financiële steun van de EFSF wordt verstrekt in samenwerking met het IMF en leningprogramma's kennen vergelijkbare beleidscondities als het steunpakket van Griekenland. De beoordeling van steunaanvragen vindt plaats door de Europese Commissie, het IMF en de ECB. De EFSF kan gedurende een periode van drie jaar leningprogramma's starten. Een lening wordt in tranches uitgekeerd. Iedere tranche moet terugbetaald worden met rente. Tijdens de Eurotop van 21 juli hebben regeringsleiders en staatshoofden o.a. besloten tot het flexibiliseren van het instrumentarium van het EFSF.⁵⁶ De technische uitwerking van de besluiten van de Eurotop van 21 juli vinden op dit moment plaats.

European Stability Mechanism (ESM)

Het ESM zal vanaf medio 2013 de opvolger zijn van de tijdelijke noodmechanismen EFSF en EFSM. Afgesproken is dat het ESM een maatschappelijk kapitaal zal krijgen van 700 miljard euro. Hiervan zal 80 miljard euro gestort worden en 620 miljard euro opeisbaar kapitaal zijn. Het Nederlandse aandeel hierin bedraagt 5,72 procent, gebaseerd op de ECB kapitaal sleutel. Het Nederlandse aandeel in het opeisbaar kapitaal is 35,5 miljard euro. Dit opeisbaar kapitaal is vergelijkbaar met een garantieverplichting en leidt niet direct tot kasuitgaven.

⁵⁵ Zie Verslag van de bijeenkomst van staatshoofden en regeringsleiders van de eurozone van 21 juli 2012, d.d. 25 juli 2011, kenmerk: BFB 2011-1523M.

⁵⁶ Zie ook Verslag van de bijeenkomst van staatshoofden en regeringsleiders van de eurozone van 21 juli 2012, d.d. 25 juli 2011, kenmerk: BFB 2011-1523M.

Nederland zal in de jaren van 2013 tot en met 2017 circa 915 miljoen euro per jaar storten (paid-in capital van totaal 4,6 miljard euro). Voor het oprichten van het ESM wordt een verdrag opgesteld. Dit verdrag wordt voorgelegd aan het Nederlandse parlement ter ratificatie.

In het verdrag van het ESM wordt afgesproken dat het ESM en EFSF gezamenlijk niet meer dan 500 miljard euro aan leencapaciteit zullen hebben (tenzij unaniem anders besloten door de ministers van Financiën waarbij voor Nederland parlementaire goedkeuring nodig zal zijn). Het aandeel van Nederland in het ESM (paid-in en callable capital) staat echter vast. Zolang EFSF nog leenprogramma's afwikkelt is de omvang van de uitstaande leningen van het EFSF niet beschikbaar voor uitleencapaciteit van ESM.

De uitgaven aan paid-in capital tellen mee in de EMU-schuld, maar niet in het saldo. Ook wanneer er opeisbaar kapitaal moet worden gestort (in feite effectuering van de 'garantie') dan heeft dit negatieve gevolgen voor onze EMU-schuld.

B1.3.3 European Financial Stability Mechanism (EFSM)

Het European Financial Stability Mechanism is op 13 mei 2010 in werking getreden. Deze faciliteit wordt beheerd door de Europese Commissie en bedraagt 60 miljard euro. Het betreft een garantiemechanisme: de Europese Commissie is bevoegd om voor deze faciliteit geld te lenen op de kapitaalmarkt. De lidstaten staan via de EU-begroting indirect garant conform hun aandeel in de Europese begroting. In beginsel mogen alle lidstaten van de EU een beroep doen op dit fonds (voor eurolanden geldt ook het EFSF). Eventuele steun moet voldoen aan strikte beleidscondities. De lidstaten die gebruik maken van EFSM dienen de leningen met rente af te lossen. Indien een land zijn verplichtingen aan EFSM niet nakomt, worden de gevolgen in beginsel opgevangen binnen de EU-begroting. Indien dit niet volledig mogelijk blijkt, zullen de lidstaten gevraagd worden om conform de BNI-sleutel meer bij te dragen aan de EU-begroting, waarbij de maximale bijdrage van een lidstaat aan de EU-begroting vastgesteld is op 1,23 procent BNI. EU-afdrachten belasten het EMU-saldo. Het aandeel van Nederland in de uitgaven van de EU-begroting bedraagt 4,98 procent in 2010. Het Nederlandse aandeel in de garanties bedraagt maximaal 2,9 miljard euro.

B1.3.4 Garanties Internationale Financiële Instellingen (IFI's)

De internationale financiële instellingen leveren een gerichte bijdrage aan de ontwikkeling van lage en middeninkomenlanden en aan de stabiliteit van in problemen geraakte landen en daarmee de wereldeconomie. Nederland neemt deel in de instellingen en heeft garanties afgegeven die het functioneren van de instellingen waarborgen. In het geval van problemen in de wereldeconomie loopt de schatkist het risico op garanties die zijn afgegeven aan de internationale financiële instellingen. Bovendien kan door de IFI's een verzoek worden gedaan tot kapitaalverhogingen. Kapitaalverhoging leidt tot een vergroting van de leenvolumes van de instellingen, wat in de huidige crisis is gebruikt als een efficiënte manier van crisisbestrijding in de lenende landen.

De Nederlandse garanties op deelnemingen aan internationale instellingen (IFI's: IMF, EBRD, EIB en Wereldbank)

De IFI's zouden deze garanties kunnen inroepen wanneer zij zoveel schade lijden op de uitstaande leningen dat de kapitaalpositie van de instellingen ernstig in gevaar is. Zo'n situatie heeft zich echter bij géén van de IFI's ooit voorgedaan, ook niet in de huidige crisis.

Schade voor de overheidsfinanciën kan ontstaan wanneer de IFI's niet meer kunnen voldoen aan hun financiële verplichtingen. Voor de EIB en EBRD moet dan gedacht worden aan zeer extreme situaties. In dat geval is de kans groot dat sommige lidstaten hun garanties niet meer kunnen omzetten in ingelegd kapitaal. In minder ernstige situaties waarbij de instellingen kapitaalproblemen ervaren, is het aannemelijk dat gekozen wordt voor een kapitaalverhoging en een herinrichting van het beleid, zoals het verlagen van de leenvolu-

mes of een verlaging van de risiconeming. Het invoeren van de garanties geeft namelijk een slecht signaal naar de markt af, waardoor de AAA-rating van de instellingen in gevaar komt. Bovengeschetste situatie gaat ook op voor de *Wereldbank*, wanneer een ineenstorting van het mondiale financiële systeem zich voor doet.

Het IMF is opgericht om de mondiale stabiliteit te waarborgen en kent daarom zelf zeer solide kapitaalpositie. De leningen aan het IMF worden niet door de overheid verstrekt, maar door De Nederlandsche Bank. DNB krijgt hiervoor een rentevergoeding van het IMF. De staat staat conform de bankenwet garant voor de leningen van DNB. De kans dat de garantie wordt geëffectueerd is zeer gering, omdat het IMF over eigen middelen en mechanismen beschikt om ontstane schades zelf op te kunnen vangen. Bovendien heeft het IMF de impliciete status van preferent crediteur. Dit betekent dat lenende landen het IMF als eerste zullen terugbetalen indien zij moeite hebben om aan hun verplichtingen te voldoen. Tot op heden is het IMF altijd zelf in staat geweest om de uitlenende landen terug te betalen en zijn de garanties nooit geëffectueerd.

Wanneer de garanties van de staat toch worden geëffectueerd zal dit een negatief effect hebben op zowel de EMU-saldo als het EMU-schuld. Kapitaalverhogingen belasten alleen de schuld.

B1.3.5 Exportkredietverzekeringen (EKV)

Bepaalde betalingsrisico's verbonden aan export en aan investeringen in het buitenland kunnen niet of niet tegen acceptabele voorwaarden in de private markt worden verzekerd. De staat kan mede door zijn mogelijkheden om schades te recupereren wel een gedeelte van deze risico's afdekken. Bij een sterke daling van de relevante wereldhandel en een hogere mate van economische onzekerheid kunnen Nederlandse exportbedrijven worden geraakt.

Bij de acceptatie van concrete risico's toetst de staat scherp op factoren als landenrisico, debiteurenrisico, de structuur van de transactie. De staat hanteert daarnaast het *risk management framework* om de risico's verbonden aan de faciliteit te selecteren, te monitoren en (beperkt) te beheren. Mocht het toch misgaan dan wordt actief incassobeleid gevoerd. Daarnaast komt een groot deel van de uitgekeerde schades terug via de Club van Parijs.

Het totale obligo uit hoofde van de Nederlandse exportkredietverzekering- portefeuille bedraagt thans 13,4 miljard euro. Kenmerkend voor deze portefeuille is dat het gaat om risico's met lange looptijden.

In een uiterst somber scenario voor de wereldeconomie kunnen meerdere landen waarop risico's worden gelopen in betalingsmoeilijkheden komen. Door het zoveel mogelijk continu monitoren van verzekerden en van de meest risicovolle landen kunnen dergelijke gevaren tijdig gesignaleerd worden en kunnen eventueel schadebeperkende maatregelen worden getroffen.

Er is geen direct kwantificeerbaar verband tussen enerzijds het uitbreken van bijvoorbeeld een mondiale economische crisis en de daaropvolgende daling van de Nederlandse export en anderzijds de impact hiervan op de EKV-portefeuille. Om eventuele negatieve effecten op de EKV-portefeuille te kunnen benaderen moeten daarom additionele assumpties gedaan worden. In deze schokproef is aangenomen dat de schadekansen toenemen wanneer er een mondiale economische crisis plaatsvindt, omdat de crisis leidt tot betalingsmoeilijkheden van de debiteuren in de portefeuille. Daarnaast wordt aangenomen dat de correlaties tussen de schadekansen in de verschillende landen toenemen door de wereldwijde onzekerheid. Hierbij dient bedacht te worden dat schades bij de EKV in de regel in een later stadium, met name via de Club van Parijs, weer gerecupereerd worden.

Door de crisis zijn de verzekeringsmogelijkheden op de private markt beperkter geworden. In reactie heeft de overheid de reikwijdte van de EKV tijdelijk uitgebreid en zijn enkele nieuwe activiteiten opgestart om dit deels op te vangen. Met het herstel van de financiële markten en de wereldhandel is het inmiddels mogelijk gebleken om een aantal crisismaatregelen te stoppen. De *exposure* van de staat op deze nieuwe activiteiten zal spoedig afnemen tot nul. De ervaringen gedurende de crisis illustreren dat in een somber scenario voor de wereldeconomie niet valt uit te sluiten dat bestaande producten meer gebruikt worden of dat er nieuwe producten worden geïntroduceerd.

B1.4 Overige risico's

In deze paragraaf wordt ingegaan op mogelijke risico's ten aanzien van de achterborgstellingen bij een daling van de huizenprijzen en een oplopende rente.

B1.4.1 Nationale Hypotheekgarantie (NHG)

In 2010 was een kleine 70 procent van de hypotheek een NHG-hypothek. Met de NHG zijn consumenten verzekerd indien zij door niet-verwijtbare oorzaken in betalingsproblemen komen. Voor het afsluiten van een NHG-hypothek betaalt de consument een eenmalige premie van 0,55 procent van het afgesloten bedrag. Met de premies wordt een fonds gevormd bij het Waarborgfonds Eigen Woningen (WEW). Dit fonds bedraagt momenteel ruim 600 miljoen euro. Indien consumenten niet meer aan hun hypotheekverplichtingen kunnen voldoen, kunnen de verplichtingen uit het fonds worden voldaan. Verliezen die optreden komen dus niet direct ten laste van de overheidsfinanciën. Als het fonds is uitgeput, verstrekt de overheid een renteloze lening. Op deze lening wordt dus een renteverlies geleden en loopt de overheid kredietrisico. Bij een huizenprijzdaling van 25 procent en een werkloosheidsstijging tot 10 procent kunnen naar verwachting de schades nog worden uitbetaald uit het fondsvermogen van het WEW. Bij grotere schokken leidt de NHG tot een hogere EMU-schuld.

B1.4.2 Waarborgfonds Sociale Woningbouw

De overheid loopt tot slot risico's op de huizenmarkt via een garantie aan het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW). Het WSW borgt leningen van woningcorporaties die zich zo goedkoper kunnen financieren. Dit draagt bij aan het vermogen van corporaties om huurwoningen beneden de marktprijs aan te bieden aan lage en middeninkomens. In het geval van financiële problemen bij een corporatie kan het WSW de corporatie verzoeken maatregelen te treffen en de toezichthouder CFV verzoeken tot saneringssteun. Mocht het WSW toch worden aangesproken dan heeft het een reserve van 450 miljoen euro om schadebetalingen te verrichten. Indien de reserve onder de grens van ongeveer 200 miljoen euro daalt dan kan het WSW de overige corporaties aanspreken voor een bedrag van 2,9 miljard euro. Pas als dat ook niet voldoende is wordt, wordt een beroep gedaan op de achtervang van Rijk en gemeenten (elk voor 50 procent). De overheid dient dan renteloze leningen te verstrekken aan het WSW met als gevolg een hogere EMU-schuld.

Toelichting

Garanties

Een garantie wordt omschreven als een voorwaardelijke financiële verplichting van het Rijk aan een derde buiten het Rijk, die pas tot uitbetaling komt als zich bij de wederpartij een bepaalde omstandigheid (realisatie van een risico) voordoet. Garantiereregelingen worden doorgaans als verplichting opgenomen in de begroting van het betreffende vakdepartement.

Tabel B2 bevat de garantiereregelingen van het Rijk. Alle regelingen groter dan 100 miljoen euro zijn uitgesplitst weergegeven, en alle regelingen kleiner dan 100 miljoen euro zijn samengevat in de posten 'overig'.

Een garantiereregeling van het Rijk kent vrijwel altijd een maximum, dus een plafond. Dit plafond kan een *jaarlijks plafond* zijn (per jaar mag een maximaal bedrag aan risico worden verleend) of een *totaalplafond* zijn (er mag nooit meer risico verleend worden dan het plafond). In tabel B2 is onderscheid gemaakt tussen beide soorten plafonds. Het bedrag dat onder het plafond daadwerkelijk als risico is verleend, heet in de tabel *geëffectueerd risico*.

In tabel B3 komen de bijbehorende uitgaven en ontvangsten aan de orde. De in de tabel getoonde uitgaven betreffen de schade-uitkeringen op afgegeven garanties. De in de tabel getoonde ontvangsten betreffen zowel ontvangen premies of provisies en dergelijk, als op derden verhaalde (schade) uitkeringen.

Achterborgstellingen

Naast het risico uit garantiereregelingen wordt het Rijk ook indirect blootgesteld aan risico's uit achterborgstellingen. In dit geval wordt de daadwerkelijke garantieverplichting niet afgegeven door het Rijk, maar door een daarvoor aangewezen tussenpersoon, bijvoorbeeld een stichting. Het Rijk zal pas worden aangesproken wanneer de tussenpersoon niet aan haar verplichtingen kan voldoen. In de begroting van het betreffende vakdepartement worden dergelijke achterborgstellingen niet als verplichting opgenomen (zolang er geen schade ontstaat vanuit de achterborgstelling). De achterborgstellingen zijn opgenomen in tabel B4. Bij de kwantificering van de achterborgstellingen wordt aangesloten bij cijfers uit goedgekeurde jaarverslagen van de betreffende tussenpersoon. Derhalve zijn in tabel B4 voor het jaar 2011 en 2012 geen cijfers opgenomen.

Voor precieze details over garantiereregelingen en achterborgstellingen wordt verwezen naar de begrotingen en jaarverslagen van de betreffende vakdepartementen (in de tabellen is aangegeven op welke begroting, en op welk begrotingsartikel de verschillende regelingen zijn opgenomen).

Tabel B2 Door het Rijk verstrekte garanties (in miljoenen euro)

Hfdstk	Art.		Geëffectueerd risico 2010	Reeds geraamd te verlenen 2011	Reeds geraamd te vervallen 2011	Geëffectueerd risico 2011
Garantie op kredieten						
V	24	Garanties IS-NIO	273,6	0,0	35,9	237,7
VI	23	Veiligheidsregio's en Politie	1.404,9	700,0	0,0	2.104,9
VIII	14	Achterborgovereenkomst	163,8	35,0	13,0	185,8
IXB	2	Garantie interbancaire leningen	38.998,0	0,0	5.787,9	33.210,1
IXB	4	DNB kredietverlening BIS	0,0	113,4	0,0	113,4
IXB	4	EFSF	25.872,0	30.039,0	0,0	55.911,0
IXB	4	EFSM	2.946,0	0,0	0,0	2.946,0
IXB	4	Kredieten EU-betalingsbalanssteun aan lidstaten	2.457,5	0,0	0,0	2.457,5
XIII	13	BBMKB	2.230,7	1.000,0	400,0	2.830,7
XIII	13	GO	858,9	824,0	250,0	1.432,9
XIII	13	Groeifinancieringsfaciliteit	63,7	170,0	0,0	233,7
XIII	13	Scheepsnieuwbouw garantieregeling	0,0	1.000,0	0,0	1.000,0
XIII	14	COVA	1.325,0	0,0	0,0	1.325,0
XIII	16	Garantie voor investeringen & werkkapitaal landbouwondernemingen	477,9	70,0	65,0	482,9
XIII	18	Garantie voor natuurgebieden en landschappen	479,9	0,0	14,4	465,5
XVI	42	Inrichtingen voor de gezondheidszorg	689,6	0,0	57,4	632,2
XVI	42	Voorzieningen voor gehandicapten	204,1	0,0	17,7	186,4
A	13	Prorail	380,4	0,0	35,0	345,4
		Overig	1.564,5	184,6	143,9	1.605,2
Totaal garanties op kredieten			80.390,4	34.136,0	6.820,1	107.706,3
Garantie op deelnemingen						
V	24	Garanties	119,3	0,0	0,0	119,3
V	24	Garanties Regionale Ontwikkelingsbanken	1.949,6	0,0	0,0	1.949,6
IXB	3	Garantie en vrijwaring inzake verkoop van deelnemingen (uitv kn staatsdeeln)	1.029,4	0,0	0,0	1.029,4
IXB	4	DNB - deelneming in kapitaal IMF	28.792,8	4.142,0	0,0	32.934,8
IXB	4	EBRD	365,8	223,3	0,0	589,1
IXB	4	EIB	9.895,5	0,0	0,0	9.895,5
IXB	4	Wereldbank	3.025,7	0,0	0,0	3.025,7
		Overig	26,4	0,0	0,0	26,4
Totaal garanties op deelnemingen			45.204,6	4.365,3	0,0	49.569,9
Garantie op moeilijk/niet te verzekeren risico's						
VIII	14	Indemnitésregeling	287,0	613,0	600,0	300,0
IXB	2	WAKO (kernongevallen)	14.023,0	0,0	0,0	14.023,0
IXB	3	Deelneming ABN AMRO	950,0	0,0	0,0	950,0
IXB	5	EKV	13.438,4	11.332,3	11.332,3	13.438,4
IXB	5	Regeling Investeringsgaranties	213,8	453,8	453,8	213,8
		Overig	134,7	48,9	20,7	162,9
Totaal garanties op moeilijk/niet te verzekeren risico's			29.046,9	12.447,9	12.406,7	29.088,1
Overige garanties (o.a.)						
VIII	7	Bouwleningen academische ziekenhuizen	295,7	0,0	14,4	281,3
IXB	7	Vorderingenplafond RVOB	155,5	0,0	0,0	155,5
		Overig	112,0	0,3	44,7	67,6
Totaal overige garanties			563,2	0,3	59,1	504,4
TOTAAL Garanties van het Rijk			155.205,1	50.949,5	19.285,9	186.868,7
Bbp			588,4			604,9
TOTAAL als percentage van			26,4%			30,9%

Garantie-plafond 2011	Reeds geraamd te verlenen 2012	Reeds geraamd te vervallen 2012	Geëffectueerd risico 2012	Garantie- plafond 2012	Totaal plafond
0,0	0,0	34,0	203,7	0,0	203,7
0,0	0,0	0,0	2.104,9	0,0	2.104,9
0,0	30,0	14,0	201,8	0,0	680,0
0,0	0,0	14.110,9	19.099,1	0,0	38.998,0
113,4	113,4	113,4	113,4	113,4	0,0
0,0	0,0	0,0	55.911,0	0,0	55.911,0
0,0	0,0	0,0	2.946,0	0,0	2.946,0
0,0	0,0	0,0	2.457,5	0,0	2.457,5
1.000,0	705,0	400,0	3.135,7	705,0	0,0
0,0	0,0	250,0	1.182,9	0,0	1.432,9
170,0	170,0	0,0	403,7	170,0	0,0
1.000,0	1.000,0	0,0	2.000,0	1.000,0	0,0
0,0	0,0	0,0	1.325,0	0,0	1.325,0
209,0	80,0	65,0	497,9	130,0	0,0
34,5	0,0	12,9	452,6	34,4	0,0
0,0	0,0	55,7	576,6	0,0	576,6
0,0	0,0	12,8	173,6	0,0	173,6
0,0	0,0	31,8	313,6	0,0	313,6
70,3	8,0	8,5	1.604,7	73,3	2.265,0
2.597,2	2.106,4	15.109,0	94.703,7	2.226,1	109.387,7
0,0	0,0	0,0	119,3	0,0	119,3
0,0	0,0	0,0	1.949,6	0,0	1.949,6
0,0	0,0	0,0	1.029,4	0,0	1.029,4
0,0	0,0	0,0	32.934,8	0,0	32.934,8
0,0	0,0	0,0	589,1	0,0	589,1
0,0	0,0	0,0	9.895,5	0,0	9.895,5
0,0	174,7	0,0	3.200,4	0,0	3.200,4
0,0	0,0	0,0	26,4	0,0	26,4
0,0	174,7	0,0	49.744,6	0,0	49.744,6
0,0	600,0	600,0	300,0	0,0	300,0
0,0	0,0	0,0	14.023,0	0,0	14.023,0
0,0	0,0	0,0	950,0	0,0	950,0
11.332,3	10.000,0	10.000,0	13.438,4	10.000,0	0,0
453,8	453,8	453,8	213,8	453,8	0,0
150,0	5,5	2,7	165,8	150,0	183,8
11.786,1	11.059,3	11.056,4	29.091,0	10.453,8	15.456,8
0,0	0,0	19,0	262,4	0,0	295,7
0,0	0,0	0,0	155,5	0,0	207,0
0,0	0,3	2,6	65,2	0,0	67,2
0,0	0,3	21,5	483,1	0,0	569,9
14.383,3	13.340,7	26.187,0	174.022,4	12.679,9	175.159,0

623,0
27,9%

Tabel B3 Uitgaven en ontvangsten op de door het Rijk verstrekte garanties (in duizenden euro)

Hfdstk	Departement	Uitgaven 2011	Ontvangsten 2011	Saldo 2011	Uitgaven 2012	Ontvangsten 2012	Saldo 2012
IV	Koninkrijksrelaties	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
V	Buitenlandse Zaken	6.000,0	0,0	-6.000,0	6.000,0	0,0	-6.000,0
VI	Veiligheid en Justitie	560,0	0,0	-560,0	692,0	0,0	-692,0
VII	Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
VIII	Onderwijs, Cultuur en Wetenschap	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IXB	Financien	147.545,0	494.646,0	347.101,0	126.445,0	392.639,0	266.194,0
XII	Infrastructuur en Milieu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
XIII	Economische Zaken, Landbouw en Innovatie	142.377,0	103.230,0	-39.147,0	114.459,0	102.230,0	-12.229,0
XV	Sociale Zaken en Werkgelegenheid	500,0	25,0	-475,0	500,0	0,0	-500,0
XVI	Volksgesondheid, Welzijn en Sport	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
A	Infrastructuurfonds	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totaal		296.982,0	597.901,0	300.919,0	248.096,0	494.869,0	246.773,0

Tabel B4 Achterborgstellingen van het Rijk (in miljoenen euro)

Hfdstk	Art.	Omschrijving	Geborgd risico 2009	Geborgd risico 2010	Buffer- vermogen 2010
XVI	42	Achterborgstelling Stichting Waarborgfonds Zorg	8.071,2	8.441,3	463,9
VII	3	Achterborgstelling WEW (NHG)	108.879,0	126.422,0	643,0
VII	3	Achterborgstelling WSW	75.800,0	85.300,0	472,0
Totaal Achterborgstellingen			192.750,2	220.163,3	1.578,9

Tot slot wordt gemeld dat het risico uit de achterborgstellingen (uit tabel B4) niet één op één te vergelijken is met het risico uit de garantieregelingen (uit tabel B2). Bij achterborgstellingen wordt de achterborg soms gedeeld met gemeenten (bij WEW (tot en met eind 2010) en WSW), of bezit de betreffende tussenpersoon (stichting) een omvangrijk bufferkapitaal waarmee een groot deel van de schades gedekt kan worden alvorens het Rijk wordt aangesproken (zie kolom buffervermogen). Bij WSW is een extra verschil dat het Rijk (pas) aangesproken wordt ná de woningcorporaties.

Colofon

Directie Algemene Financiële en Economische Politiek
Directie Begrotingszaken

Oplage: 500

September 2011