

# Ministerie van Financiën

> Retouradres Postbus 20201 2500 EE Den Haag

Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal  
Postbus 20018  
2500 EA Den Haag

## Agentschap

Korte Voorhout 7  
2511 CW Den Haag  
Postbus 20201  
2500 EE Den Haag  
www.dsta.nl

## Ons kenmerk

AGENT/ 2015 1486

## Uw brief (kenmerk)

## Bijlagen

1

Datum

Betreft: Nadere invulling risicokader staatsschuld 2016-2019

Geachte voorzitter,

De beleidsdoorlichting Risicomanagement van de staatsschuld en de hoofdlijnen van het beleid 2016-2019 zijn op 19 juni 2015 met uw Kamer gedeeld<sup>1</sup>. Met deze brief kom ik de toezegging na om u voor het einde van het jaar nader te informeren over het nieuwe beleidskader. Ook zal ik in een bijlage bij deze brief antwoord geven op de schriftelijke vragen die zijn gesteld naar aanleiding van beleidsdoorlichting, maar die betrekking hadden op onderdelen van het nieuwe risicokader die nog niet waren uitgewerkt<sup>2</sup>.

In mijn brief uit juni heb ik de hoofdlijnen van het beleidskader 2016-2019 uiteen gezet. De doelstelling blijft het minimaliseren van de rentekosten bij een acceptabel risico voor de begroting. De belangrijkste elementen van het nieuwe beleidskader zijn een verlenging van de looptijd van de schuldportefeuille en het verminderen van de afhankelijkheid van renteswaps. Dit betekent een voortzetting van de weg die in het beleidskader 2012-2015 is ingeslagen en is in lijn met de ontwikkelingen in veel andere landen.

Zoals in juni aangekondigd bevat deze brief een nadere uitwerking van de volgende aspecten: de verlenging van de schuldportefeuille en de relatie met het financieringsbeleid; de wijze waarop de korte termijn risico's voor de begroting worden beheerst; de manier waarop over het nieuwe kader aan de Kamer verantwoording wordt afgelegd en de omstandigheden die kunnen leiden tot een tussentijdse heroverweging. In het vervolg van deze brief zal ik op ieder van deze punten ingaan.

---

<sup>1</sup> Kamerbrief "Beleidsdoorlichting Risicomanagement van de staatsschuld en hoofdlijnen van het beleid 2016-2019"; Kamerstuk 31935 nr.20.

<sup>2</sup> Kamervragen beleidsdoorlichting Risicomanagement van de staatsschuld en hoofdlijnen van het beleid; Kamerstuk 31935 nr. 24.

## 1. Verlenging looptijd schuldportefeuille

Agentschap

De afgelopen jaren hebben zich gekenmerkt door een toename van de schuld en een afname van de rente tot historisch zeer lage niveaus. Daarom acht ik het verstandig om de looptijd van de schuld te verlengen. Op die manier kunnen relatief lage rentekosten voor langere tijd worden vastgelegd, wat renterisico's voor de begroting verkleint en bijdraagt aan begrotingsrust.

Ons kenmerk  
AGENT/ 2015 1486

Het doel is een optimale gemiddelde looptijd van de staatsleningen te bereiken. Dit betekent een schuldportefeuille met zo laag mogelijke kosten tegen een acceptabel risico. Uitgangspunt was hierbij dat er in het nieuwe kader niet meer risico wordt gelopen dan in het huidige beleidskader. In mijn brief van 19 juni heb ik aangegeven voor 2019 te streven naar een gemiddelde resterende looptijd van de schuldportefeuille van minimaal 5,5 jaar en maximaal 6,5 jaar. Ter vergelijking: eind 2015 zal de gemiddelde looptijd van de huidige schuldportefeuille uitkomen op ongeveer 5 jaar. Om binnen deze bandbreedte tot een specifiek voorstel te komen, zijn de afgelopen maanden aanvullende analyses gedaan. Om de optimale portefeuille op lange termijn te bepalen, is een aantal rentescenario's doorgerekend voor tientallen verschillende schuldportefeuilles. Schuldportefeuilles verschillen van elkaar voor wat betreft de omvang van de schuld die jaarlijks in verschillende looptijden wordt uitgegeven. Voor iedere portefeuille geldt echter de randvoorwaarde dat deze realistisch en bereikbaar is, gelet op de langjarige uitgangspunten van het door het Agentschap uitgevoerde financieringsbeleid.

Zoals hierboven aangegeven was het uitgangspunt dat er niet meer risico wordt gelopen dan in het huidige beleidskader. 'Risico' is hierbij gedefinieerd als de extra rentekosten op middellange termijn in het geval van een opwaartse renteschok. Een van de rentescenario's die is doorgerekend is een scenario waarin de rentes de komende 4 jaar met 4%-punt toenemen, tot niveaus die gebruikelijk waren voor de financiële crisis.

Vervolgens is berekend welke schuldportefeuilles eenzelfde of beter toekomstig risicoprofiel hebben dan de portefeuille die zou resulteren bij een voortzetting van het huidige beleid. Van de portefeuilles die hieraan voldeden, is de portefeuille met de laagste kosten gekozen als basis voor de streefportefeuille. Deze streefportefeuille kent in 2019 een looptijd van 6,4 jaar. Deze looptijd is in beginsel bereikbaar zonder nieuwe swaps af te sluiten. Dit past bij het uitgangspunt van het nieuwe kader om de afhankelijkheid van swaps te verminderen.

In praktijk kunnen zich onvoorziene afwijkingen in de looptijd voordoen door fluctuaties in de schulduitgifte als gevolg van veranderingen in de begroting en in marktomstandigheden. Hierdoor kan in praktijk niet in alle gevallen exact op de looptijd gestuurd worden. Om deze reden zal voor de looptijd zowel naar boven als naar beneden een onzekerheidsmarge van 0,25 jaar worden aangehouden.

De streefportefeuille in 2019 kan in beginsel bereikt worden zonder grote aanpassingen in het uitgiftebeleid. In de afgelopen jaren heeft het Agentschap ieder jaar een nieuwe 10-jaars lening en een of meer kortere leningen van 3 of 5

jaar uitgegeven. Ook is de Nederlandse staat in de periode sinds 2010 jaarlijks actief geweest in de uitgifte van schuld met lange looptijden (20- tot 30-jaars). Dit is deels gebeurd door heropening van oude leningen. Ook in de komende jaren zal schulduitgifte in het lange segment belangrijk blijven. Tegelijkertijd kan de Nederlandse staat niet onbeperkt extra lange schuld uitgeven, omdat hier niet voldoende vraag naar is.

Agentschap

Ons kenmerk  
AGENT/ 2015 1486

De gemiddelde looptijd van de schuld is afgelopen jaren toegenomen van ongeveer 3,5 jaar eind 2012 tot naar verwachting ca. 5 jaar eind 2015. Zoals ook toegelicht in de beleidsevaluatie is de belangrijkste verklaring voor deze toename de uitgifte van 30-jaars leningen waarbij geen renteswaps zijn afgesloten. Onder dergelijke swapcontracten ontvangt (*receives*) de Nederlandse staat een vaste rente, bijvoorbeeld de 30-jaars swaprente, terwijl een variabele rente wordt betaald. Het afsluiten van dergelijke swaps heeft een verkortend effect op de gemiddelde looptijd van de portefeuille. Door deze zogenoemde *receiver* swaps niet meer bij alle lange leningen af te sluiten is de looptijd tussen 2012 en 2014 verlengd van ongeveer 3,5 naar 4,5 jaar. Daarnaast is in 2015 gestart met het voortijdig beëindigen van *receivers* die in het verleden (veelal voor 2012) zijn afgesloten. Dit voortijdig beëindigen heeft eveneens een verlengend effect gehad. Over het voortijdig beëindigen van swaps heb ik uw Kamer eerder geïnformeerd via de begeleidende Kamerbrief bij de beleidsdoorlichting en tijdens de reguliere begrotingsmomenten zoals de Miljoenennota.

In het lopende risicokader maakte het intensieve gebruik van swaps het mogelijk om een strikte scheiding aan te brengen tussen enerzijds het financiering- en uitgiftebeleid (de keuzes van looptijden waarin schuld wordt uitgegeven) en anderzijds het renterisicobeleid (de 7-jaars benchmark). Als gevolg van de keuze om minder afhankelijk te zijn van renteswaps wordt die scheiding grotendeels losgelaten. Hierdoor zullen de financieringskeuzes in sterke mate het renterisico gaan bepalen. Hoewel het afsluiten van renteswaps dus geen automatisme meer zal zijn, blijft dit in het beleidskader 2016-2019 wel een regulier instrument om renterisico's waar nodig bij te sturen naar de doelstellingen.

## 2. *Beheersing renterisico korte termijn*

De gemiddelde looptijd is van invloed op het renterisico dat over een langere periode in de begroting gelopen wordt. Een portefeuille met een gemiddelde looptijd van 10 jaar heeft een kleiner renterisico dan een portefeuille met een gemiddelde looptijd van 5 jaar, omdat het langer zal duren voordat een rentestijging is doorgewerkt in de schuld. Het is tevens de verwachting dat met een hogere gemiddelde looptijd een opwaartse renteschok door de tijd heen geleidelijker tot hogere rentelasten in de begroting leidt. Echter, door gemaakte keuzes in het verleden kunnen zich in praktijk pieken in het aflosprofiel voordoen. Dit kan leiden tot ongewenste korte termijn risico's.

Om korte termijn risico's te beheersen, zal in het nieuwe kader een additionele maatstaf worden geïntroduceerd. Deze maatstaf, het zogenoemde

renterisicobedrag, is het bedrag waarover in de eerstvolgende 12 maanden de rente opnieuw moet worden vastgesteld. Dit bedrag bestaat uit de schuld die binnen een jaar geherfinancierd moet worden en het (netto) bedrag aan lopende renteswaps waarover de rente opnieuw moet worden vastgesteld. Het renterisicobedrag wordt gemeten als percentage van de totale staatsschuld.

**Agentschap**

**Ons kenmerk**  
AGENT/ 2015 1486

Het renterisicobedrag wordt gemaximeerd op een waarde die realistisch is gezien de omvang en samenstelling van de schuld en die past bij een nagestreefde looptijd van de schuldportefeuille van 6,4 jaar. Bij het huidige schuldniveau moeten ieder jaar minstens twee kapitaalmarktleningen van €15 miljard geherfinancierd worden. Ook de geldmarkt, bestaande uit leningen korter dan 1 jaar, moet geherfinancierd worden. Voor de geldmarkt wordt gestreefd naar een omvang van ongeveer €25 miljard<sup>3</sup>. Tezamen is dat ongeveer 15% van de huidige staatsschuld. Gedurende een jaar komen hier nog kastekorten bovenop. Hierbij is uitgegaan van beperkte maar positieve kastekorten van rond 3% van de staatsschuld (ongeveer 1,5% BBP). Het maximale renterisicobedrag is voor de komende periode daarom vastgesteld op 18% van de staatsschuld.

Als de maximumwaarde door onvoorziene omstandigheden wordt overschreden is dit voor de Agent reden om het renterisicobedrag omlaag te brengen. Het inkopen van schuld, enige flexibiliteit in de kapitaalmarktuitgifte en aanpassingen in de swapportefeuille zijn hiervoor instrumenten.

### *3. Jaarlijkse verantwoording resultaten*

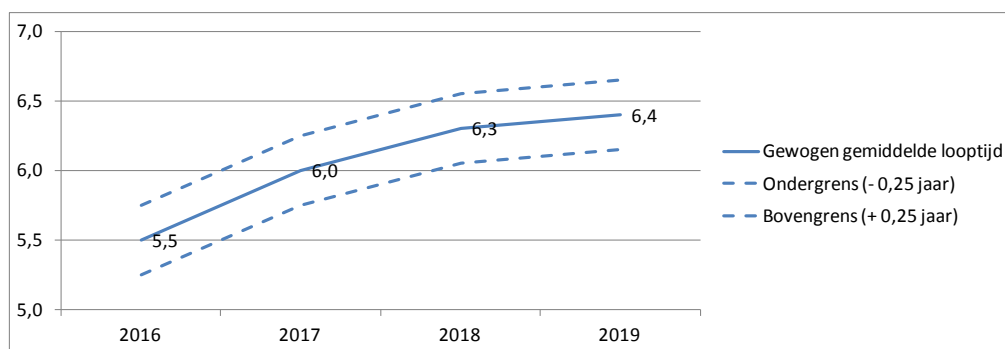
De komende jaren zal gestuurd worden op bovenstaande risicomaatstaven die het renterisico op zowel korte als langere termijn beheersen. Dit zal gebeuren onder de randvoorwaarde van minimale kosten op lange termijn. Na afloop van het jaar zal, net als in het huidige kader, aan de Kamer worden gecommuniceerd over de prestaties en de oorzaken van eventuele afwijkingen van het hier gepresenteerde kader.

De verantwoording zal zich richten op de ontwikkeling van zowel risico's als kosten. Allereerst zal gerapporteerd worden over de gemiddelde looptijd van de totale portefeuille bestaande uit leningen en swaps. De gerealiseerde gemiddelde looptijd zal worden afgezet tegen de streefwaarden die volgt uit een vooraf bepaald pad voor de jaren 2016-2019 (figuur 1). Dit pad reflecteert de huidige inschatting van het verloop van de gemiddelde looptijd. Hierbij geldt onder andere dat het renterisicobedrag onder de gestelde maximumwaarde blijft.

---

<sup>3</sup> Een gemiddelde waarde van minimaal € 25 miljard is op langere termijn nodig om een voldoende liquide geldmarkt te onderhouden.

Figuur 1: Gemiddelde looptijd neemt in 2016-2019 geleidelijk toe



Er zal een toelichting worden gegeven op de oorzaken van eventuele afwijkingen en welk pad nog is af te leggen tot eind 2019. Ten tweede wordt verantwoording afgelegd over de ontwikkeling van het renterisicobedrag. In het bijzonder zal worden ingegaan op de achtergronden van eventuele overschrijdingen van het maximale renterisicobedrag en welke instrumenten zijn ingezet om het renterisico bij te sturen. Ten derde zullen de totale kosten van de schuldportefeuille inclusief swaps op de reguliere manier worden verantwoord in de budgettaire tabellen van het jaarverslag. Ten slotte zullen de jaarlijkse rentekosten worden verantwoord ten opzichte van het streefpad. In het jaarverslag zullen de kosten van de werkelijke schulduitgifte worden vergeleken met de kosten van de streefportefeuille. Uit de verantwoording zal moeten blijken in hoeverre afwijkingen zijn te verklaren door renteontwikkelingen, ontwikkelingen in de begroting en de keuzes ten aanzien van de inzet van de verschillende instrumenten.

#### 4. Heroverweging kader bij sterk gewijzigde omstandigheden

In de Kamerbrief van juni is de mogelijkheid opengelaten voor een tussentijdse evaluatie van het beleidskader als de situatie op de financiële markten significant wijzigt. In praktijk zal vooral een sterke rentestijging aanleiding zijn voor een heroverweging. Ook een fors steilere rentecurve, wat betekent dat lange rentes zijn gestegen ten opzichte van korte rentes, kan aanleiding zijn om de ingezette verlenging te herzien. Immers, omdat dergelijke renteontwikkelingen verlengen duurder maken kunnen ze gevolgen hebben voor de afweging tussen kosten en risico, en daarmee voor de na te streven looptijd. Gegeven dat de staatsschuld sinds de start van de financiële crisis fors is opgelopen, zijn renterisico's voor de begroting navenant toegenomen. Ook als rentes in de komende jaren oplopen, is verlenging van de portefeuille gewenst om risico's voor de begroting te mitigeren.

Een eventuele heroverweging wordt actueel als de geanalyseerde opwaartse rentescenario's zich (dreigen te) materialiseren. De komende jaren zal het

Agentschap aan de hand van de renteontwikkelingen monitoren of een nieuwe afweging van kosten en risico wenselijk is. Belangrijke signaalwaarden zijn bijvoorbeeld het niveau van de lange rente (een 10-jaars rente van meer dan 3%) en de steilheid van de rentecurve (een verschil tussen de 10-jaars en de 30-jaars rente van meer dan 75 basispunten). In praktijk kunnen uiteraard ook andere onvoorziene omstandigheden aanleiding vormen om het beleidskader opnieuw te beoordelen. Als een tussentijdse evaluatie aan de orde is, zal ik uw Kamer daarover informeren.

**Agentschap**

**Ons kenmerk**  
AGENT/ 2015 1486

Hoogachtend,

de minister van Financiën,

J.R.V.A. Dijsselbloem