

## **Bijlage: Openstaande Kamervragen beleidsdoorlichting Risicomanagement van de staatsschuld en hoofdlijnen van het beleid**

**Vraag 9:** Hoe wordt in het nieuwe kader omgegaan met de neveneffecten die zich in de afgelopen periode hebben gemanifesteerd?

### **Antwoord:**

In de Kamerbrief van juni heb ik twee neveneffecten van het huidige kader geïdentificeerd. Ten eerste hebben de afwijkingen er toe geleid dat de feitelijke portefeuille (inclusief renteswaps) substantieel is gaan afwijken van de huidige benchmark. Dit vermindert de transparantie en afrekenbaarheid van het beleid. Ten tweede staat de swapstrategie die wordt gebruikt om de benchmark in praktijk te benaderen onder druk.

Het eerstgenoemde neveneffect wordt in het nieuwe beleidskader opgelost door te sturen op eenduidige risicomaatstaven voor zowel de korte en langere termijn. Voor de lange termijn is dat een pad voor de na te streven looptijd van de portefeuille van 6,4 jaar in 2019 en voor de korte termijn is dat het maximale renterisicobedrag van 18% van de staatsschuld. In praktijk kunnen zich onvoorziene afwijkingen in de looptijd en het renterisicobedrag voordoen door fluctuaties in de schulduitgifte als gevolg van veranderingen in de begroting en in marktomstandigheden. Over de mate waarin de na te streven risicomaatstaven worden gerealiseerd zal steeds in het jaarverslag verantwoording worden afgelegd. De nieuwe vormgeving van het beleidskader zal de transparantie van het beleid vooraf en de afrekenbaarheid van het beleid achteraf verbeteren ten opzichte van het lopende beleidskader.

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.

**Vraag 16:** Kunt u toelichten wat de rol van renteswaps wordt in het nieuwe beleidskader?

**Vraag 17:** Wat wordt bedoeld met de opmerking dat swaps een regulier instrument blijven om het renterisico bij te sturen? Hoe gaat dit werken in de praktijk?

**Vraag 28:** In welke situaties besluit de minister om alsnog renteswaps te gebruiken?

**Vraag 33:** Kan worden aangegeven in hoeverre de omvang van de swapportefeuille wordt afgebouwd?

**Antwoord:**

De Agent zal gaan sturen op twee risicomaatstaven, de gemiddelde looptijd van de portefeuille en het renterisicobedrag voor de komende 12 maanden. Hiermee wordt de bestaande gecentreerde 7-jaars benchmarkportefeuille, die sterk afhankelijk was van het gebruik van swaps, vervangen.

Hoewel de afhankelijkheid van renteswaps in het nieuwe kader sterk zal verminderen, zullen swaps ook in het beleidskader 2016-2019 een regulier instrument blijven om renterisico's bij te sturen wanneer dat voor het bereiken van de beide risicomaatstaven noodzakelijk is. Het belangrijkste verschil met het lopende kader is dat niet langer bij iedere uitgifte van schuld automatisch swaps worden afgesloten.

Er zijn in praktijk twee redenen waarom renteswaps ook in het nieuwe beleidskader een regulier instrument blijven om renterisico's bij te sturen. Ten eerste kent de bestaande portefeuille een aanzienlijke hoeveelheid swaps die de komende jaren vervallen. Dit natuurlijke verloop heeft effect op beide risicomaatstaven. Om de risicomaatstaven bij te sturen naar de nagestreefde waarden, kan het nodig zijn over te gaan tot het voortijdig beëindigen van in het verleden afgesloten swaps of het aangaan van nieuwe swaps.

Een tweede reden om renteswaps te blijven gebruiken zijn onvoorziene rentebewegingen of budgettaire schokken die ertoe leiden dat het renterisico op korte termijn te sterk oploopt. Als het renterisicobedrag door dergelijke bewegingen boven de maximumwaarde van 18% van de staatsschuld uitkomt, is het afsluiten van nieuwe renteswaps een van de in te zetten instrumenten om het risico terug te brengen tot onder de 18%.

Het afbouwen van de swapportefeuille is in het nieuwe kader geen doel op zich. Niettemin zal de portefeuille de komende jaren naar verwachting substantieel kleiner worden door een combinatie van natuurlijk verloop en het voortijdig beëindigen van in het verleden afgesloten swaps.

**Vraag 18:** Wat gaat u doen met de aanbeveling om nader onderzoek uit te voeren of en in hoeverre meer flexibiliteit op de kapitaalmarkt wenselijk en mogelijk is?

**Antwoord:**

Er zijn twee redenen om te streven naar meer flexibiliteit op de kapitaalmarkt.

Ten eerste wordt in het nieuwe risicokader de bestaande scheiding tussen enerzijds het financiering- en uitgiftebeleid en anderzijds het renterisicobeleid grotendeels losgelaten als gevolg van het besluit om de afhankelijk van renteswaps verder te verminderen. In het huidige kader was flexibiliteit op de kapitaalmarkt niet nodig om het renterisico bij te sturen, omdat hiervoor renteswaps werden gebruikt. In het nieuwe kader zullen de financieringskeuzes in toenemende mate het renterisico bepalen. De mogelijkheid om via flexibiliteit in de kapitaalmarkt enigszins bij te sturen is dan ook meer gewenst dan voorheen.

Ten tweede is relevant dat de geldmarkt traditioneel als buffer fungeert om onverwachte veranderingen in de financieringsbehoefte, bijvoorbeeld als gevolg van veranderingen in de begroting of door mutaties in het cash onderpand, op te vangen. In de afgelopen jaren is er op bepaalde momenten relatief veel (neerwaartse) druk op de geldmarkt geweest waardoor de liquiditeit van geldmarkt instrumenten, zoals het schatkistpapier, negatief is beïnvloed. Door nu ook in beperkte mate flexibiliteit te hebben op de kapitaalmarkt, zijn er voor het Agentschap meer mogelijkheden om te reageren op (onverwachte) schommelingen in de financieringsbehoefte. Ook in veel andere landen is het gebruikelijk om op de kapitaalmarkt enige mate van flexibiliteit te hebben.

Wel is het zo dat flexibiliteit in kapitaalmarkt grenzen kent. De financiering van de Nederlandse staatsschuld bouwt op een lange traditie van consistent handelen op de kapitaalmarkt. Een te grote mate van flexibiliteit is dan ook niet wenselijk.

Voor 2016 wordt de flexibiliteit vormgegeven door in plaats van een puntschatting, zoals voorgaande jaren, een bandbreedte aan te kondigen voor het beroep op de kapitaalmarkt. Op die manier kan gedurende het jaar beter gestuurd worden op de gewenste verdeling tussen de geldmarkt en de kapitaalmarkt.

**Vraag 19:** Wat gaat u doen met de aanbeveling om tussentijds het nieuwe beleid omtrent de schuldfinanciering te evalueren, in het bijzonder het vermogen om te kunnen inspelen op veranderende omstandigheden?

**Vraag 20:** Bij welke rente wordt het risicokader heroverwogen?

**Antwoord:**

In de Kamerbrief van juni heb ik 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, dergelijke renteontwikkelingen kunnen gevolgen hebben voor de afweging tussen kosten en risico, en daarmee voor de na te streven looptijd.

Een eventuele heroverweging wordt actueel als opwaartse rentescenario's, zoals die van tevoren verkend zijn om te komen tot de optimale afweging tussen rentekosten en renterisico, zich (dreigen te) materialiseren. De komende jaren zal continu een aantal eenvoudige signaalwaarden gevolgd worden om te beoordelen of zich een zodanig rentescenario voltrekt dat een hernieuwde beoordeling van kosten en risico wenselijk is. Belangrijke signaalwaarden zijn bijvoorbeeld het niveau van de lange rente (een 30-jaars rente van meer dan 3%) en de steilheid van de rentecurve (af te meten aan een verschil tussen de 10-jaars en de 30-jaars rente van meer dan 75 basispunten). Als een tussentijdse evaluatie aan de orde is, zal ik uw Kamer daarover informeren.

**Vraag 21:** Kan in het nieuwe beleidskader een uitgebreide analyse worden opgenomen van de effecten van rentemutaties op het EMU-saldo? Kan daarbij ook inzichtelijk gemaakt worden hoe rentemutaties uitgewerkt zouden hebben volgens het huidige beleidskader?

**Antwoord:**

Het effect van een significante verandering van de rente wordt in het nieuwe kader begrensd door het renterisicobedrag (RRB). Het RRB heeft een maximumwaarde van 18% van de staatsschuld. Dit houdt in dat binnen een jaar van maximaal 18% van de portefeuille (schuld en swaps) de rente opnieuw moet worden vastgesteld. Bij het huidige schuldniveau impliceert een RRB van 18% een rentestijging van 1%-punt extra rentelasten van maximaal €700 miljoen. Deze stijging van de rentelasten bestaat uit een combinatie van extra rentelasten op schuld en swaps. Alleen de rentebetalingen op schuld hebben een effect op het EMU-saldo omdat rentestromen gerelateerd aan swaps sinds september 2014 buiten de definitie van het EMU-saldo vallen. In het jaarverslag zal ik met een overzichtstabel toelichten in welke mate rentemutaties bijdragen aan veranderingen in het EMU-saldo.

Ook de gemiddelde looptijd zegt iets over de effecten van een verandering in de rentestand op de rentelasten voor de begroting. De looptijd van de schuldportefeuille geeft namelijk aan hoe lang het gemiddeld duurt voordat een rentemutatie is doorgewerkt in de begroting. In het nieuwe risicokader zal deze periode geleidelijk oplopen naar 6,4 jaar in 2019.

Het huidige risicokader stuurt niet op dezelfde risicomatstaven als het nieuwe kader, wat vergelijkingen tussen de beide kaders bemoeilijkt. Omdat in het nieuwe risicokader sprake zal zijn van een langere gemiddelde looptijd, zullen renterisico's per jaar in het nieuwe kader lager zijn dan in het oude kader. Daarom zal een rentestijging in het nieuwe kader gemiddeld genomen minder snel doorwerken dan in het bestaande kader.

**Vraag 43:** Er wordt een nadere analyse naar een verdere verlenging voorgesteld, hoe wordt bij een nieuwe gecentreerde portefeuille van 11-13 jaar rekening gehouden met verschillende rentescenario's? In het bijzonder een scenario van een sterk oplopende lange rente?

**Antwoord:**

De analyses onderliggend aan het nieuwe kader hebben zich minder dan voorheen gericht op gecentreerde portefeuilles. De reden hiervoor is dat gecentreerde portefeuilles in praktijk alleen te realiseren zijn door grootschalig gebruik van renteswaps. Gegeven de wens om minder afhankelijk te zijn van renteswaps heeft de analyse zich daarom voornamelijk gericht op portefeuilles waarvan de samenstelling op termijn haalbaar is zonder structureel gebruik van renteswaps.

Voor deze portefeuilles zijn diverse rentescenario's geanalyseerd. In de analyses zijn zowel parallelle als niet-parallelle renteschokken doorgerekend. Een parallelle renteschok houdt in dat de rentecurve voor alle looptijden met hetzelfde aantal procentpunten stijgt. Bij een niet-parallelle schok beweegt het ene deel van de curve meer of minder dan het andere deel. Op deze manier kan de rentecurve bijvoorbeeld steiler of platter worden. 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.