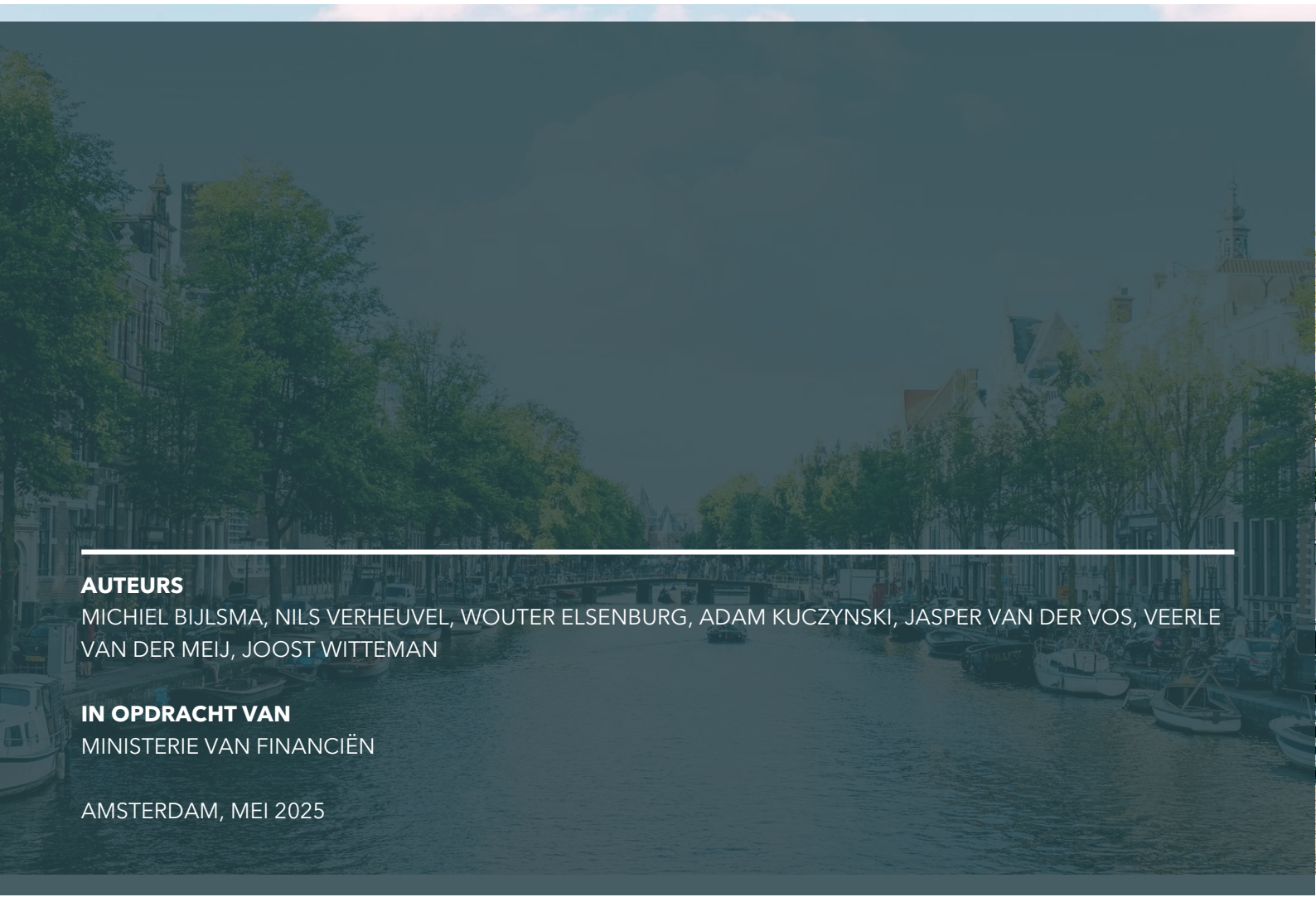
ANALYSE DOELTREFFENDHEID EN DOELMATIGHEID VAN FINANCIERING STAATSSCHULD

INPUT VOOR PERIODIEKE RAPPORTAGE AGENTSCHAP VAN DE GENERALE THESAURIE

RAPPORT

seo • economisch onderzoek



AUTEURS
MICHIEL BIJLSMA, NILS VERHEUVEL, WOUTER ELSENBURG, ADAM KUCZYNSKI, JASPER VAN DER VOS, VEERLE VAN DER MEIJ, JOOST WITTEMAN

IN OPDRACHT VAN
MINISTERIE VAN FINANCIËN

AMSTERDAM, MEI 2025

Samenvatting

De doelstelling van dit onderzoek is om bij te dragen aan de periodieke rapportage van artikel 11 van hoofdstuk IX - Financiën en Nationale Schuld [1] in overeenstemming met de Regeling Periodiek Evaluatieonderzoek. [2] De betreffende periodieke rapportage wordt door het ministerie van Financiën zelf uitgevoerd en heeft betrekking op het huidige beleidskader dat is ingegaan vanaf 2020 en loopt tot en met 2025. Dit rapport richt zich op de periode 2020-2024 aangezien het onderzoek in het eerste half jaar van 2025 plaatsvond.

We beantwoorden in dit rapport de volgende vragen[3]:

1. Maakt het beschikbare onderzoeksmateriaal uitspraken over de doeltreffendheid en de doelmatigheid van het beleidsterrein mogelijk?
2. Wat zijn de doelen van het beleid en de beschikbare instrumenten? Zijn de doelen van het beleid en de beschikbare instrumenten gerealiseerd?
3. Is het beleid voldoende doeltreffend geweest? Zijn er positieve en/of negatieve neveneffecten?
4. Is het beleid voldoende doelmatig geweest? Wat zijn de kosten en baten?
5. Welke maatregelen kunnen worden genomen om de doelmatigheid en doeltreffendheid verder te verhogen?
6. In het geval dat er significant minder middelen beschikbaar zijn (-/- circa 20 procent van de middelen op het beleidsartikel), welke beleidsopties zijn dan mogelijk?

Onderstaande tabel geeft een beknopt overzicht van de antwoorden op de onderzoeksvragen, die vervolgens verder uitgewerkt worden in dit rapport. De tabel geeft per (set) onderzoeksvraag(-vragen) aan welke subparagrafen het betreft.

Tabel S.1 Onderzoeksvragen en antwoorden dan wel vindplaats van de antwoorden

Onderzoeksvraag	Antwoord
Onderzoekbaarheid (zie 8.1)	
Maakt het beschikbare onderzoeksmateriaal uitspraken over de doeltreffendheid en de doelmatigheid van het beleidsterrein mogelijk?	Ja
Doelrealisatie (zie 8.2)	
Wat zijn de doelen van het beleid en de beschikbare instrumenten?	Zie de beleidstheorie in Figuur 2.7 en het overzicht van instrumenten in Bijlage E.
Zijn de doelen van het beleid en de beschikbare instrumenten gerealiseerd?	Ja
Doeltreffendheid (zie 8.3)	
Is het beleid voldoende doeltreffend geweest?	Op basis van een analyse van indicatoren van de eerste orde output, de tweede orde output en de outcome concluderen we dat het beleid doeltreffend was, zie Tabel 8.2, Bron: en Bron:. In sectie 8.3 bespreken we ook of de beleidswijzigingen en het schatkistbankieren hebben bijgedragen aan de doeltreffendheid of doelmatigheid.

1 Zie https://www.rijksfinancien.nl/memorie-van-toelichting/2024/OWB/IX/onderdeel/2105171

2 Zie Regeling Periodiek Evaluatieonderzoek 2022

3 Merk op dat deze vragen de oude RPE-vragen betreffen die inmiddels vervangen zijn door een nieuwe set vragen, zie Plan van aanpak periodieke rapportage artikel 11 | Publicatie | Rijksoverheid.nl. De oude vragen zijn echter de vragen zoals die door het ministerie aan de Tweede Kamer zijn gestuurd met de toezegging deze vragen te beantwoorden.

Onderzoeksvraag	Antwoord
Doelmatigheid (zie 8.4)	
Zijn er positieve en/of negatieve neveneffecten?	Er zijn positieve neveneffecten omdat alleen de overheid langlopende veilige schuld kan uitgeven. Deze positieve neveneffecten zijn moeilijk te kwantificeren, maar in kwalitatieve zin zijn deze effecten waarschijnlijk groot. Negatieve neveneffecten zijn beperkt door bankregulering.
Is het beleid voldoende doelmatig geweest?	Het beleid is voldoende doelmatig geweest. Dit neemt niet weg dat onderzocht kan worden hoe het beleid nog doelmatiger kan. Richtingen zijn: het proces rond wijzigingen van het RRB en de doelstelling voor de looptijd, en de wijze waarop schatkistbankieren wordt meegenomen bij het bepalen van de looptijd en het RRB.
Wat zijn de kosten en baten?	In abstracte zin zijn er verschillende typen kosten en baten. Er zijn kosten in de vorm van uitvoeringskosten, beloningen voor Primary dealers, betaalde rentekosten en risico's. Het beleid kent ook baten in de vorm van lage rentekosten, een lage liquiditeitspremie, een hoog absorptievermogen van de markt of lage(re) risico's. De kosten van het beleid zijn makkelijker te kwantificeren dan de baten en zijn weergegeven in Figuur 2.2.
Beleidsopties (zie 8.5)	
Welke maatregelen kunnen worden genomen om de doelmatigheid en doeltreffendheid verder te verhogen?	Zie de geschetste beleidsopties in paragraaf 8.5.
In het geval dat er significant minder middelen beschikbaar zijn (-/- circa 20 procent van de middelen op het beleidsartikel), welke beleidsopties zijn dan mogelijk?	Als we de financieringsbehoefte als gegeven beschouwen en de rentekosten als post waarop bezuinigd kan worden, zou dit alleen mogelijk zijn door significant meer risico te nemen. Als de rentecurve heel vlak is, zal een dergelijke bezuiniging zelfs in het geheel niet mogelijk zijn. We interpreteren de 20-procent bezuinigingsoptie daarom als een bezuiniging op de overige kosten van artikel 11. We zien hier geen mogelijkheden tot bezuinigingen die niet gepaard gaan met verlies aan efficiëntie of grotere operationele risico's.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

We zien een aantal beleidsopties die kunnen bijdragen aan grotere doeltreffendheid of doelmatigheid:

- Verhelder het proces rond wijzigingen van het RRB en de looptijd;
- Behoud de huidige waarde van flexibiliteit, maar houd oog voor mogelijk opportunisme;
- Onderzoek verder waarom de liquiditeit van de secundaire markt lijkt te zijn verslechterd;
- Houd rekening met schatkistbankieren bij het vaststellen van de looptijd en het RRB;
- Evalueer het effect van wijzigingen in beloningensystematiek en creëer meer transparantie over de geaggregeerde waarde;
- Consolideer de veelheid aan beleidsdocumenten die beleid documenteren;
- Zorg ervoor dat de inzet van rentederivaten voor het managen van de looptijd niet alleen een papieren mogelijkheid wordt;
- Evalueer de introductie van groene obligaties;
- Ga door met de professionalisering van het bredere risicomanagement bij het Agentschap, blijf daarbij ook oog hebben voor het operationele risico.

Inhoudsopgave

Samenvatting			2
1	Inleiding		6
	1.2	Doelstelling	6
	1.3	Afbakening en onderzoeksvragen	6
	1.4	Governance	7
	1.5	Leeswijzer	8
2	Beleidshistorie, beleidstheorie en beoordelingskader		9
	2.1	Beschrijving van activiteiten Agentschap	9
	2.2	Beleidstheorie	22
3	Relevante externe ontwikkelingen		28
	3.1	Overzicht	28
	3.2	COVID	28
	3.3	Artikel 12 Kasbeheer ('schatkistbankieren')	30
	3.4	Veranderende uitgaven en inkomsten	33
	3.5	Renteomgeving	34
	3.6	Risico van cyberaanvallen	36
4	Internationale vergelijking		37
	4.1	Introductie	37
	4.2	Flexibiliteit en transparantie	38
	4.3	Bijzondere obligaties	41
	4.4	Renterisicokader	45
	4.5	Liquiditeit	47
5	Literatuuroverzicht		51
	5.1	Herfinancieringsrisico	51
	5.2	Liquiditeit	54
	5.3	Financiële intermediairs	55
	5.4	Groene obligaties en retail obligaties	57
	5.5	COVID	60
6	Data-analyse		62
	6.1	Rente op staatsobligaties en spreads	62
	6.2	Backtesting	69
	6.3	Conclusie backtesting	78
7	Enquêteresultaten		80

	7.1	Consistentie en transparantie	80
	7.2	Beloning van Primary dealers	81
8	Antwoorden op de onderzoeksvragen		83
	8.1	Overzicht	83
	8.2	Onderzoekbaarheid	84
	8.3	Doelrealisatie	84
	8.4	Doeltreffendheid en neveneffecten	85
	8.5	Doelmatigheid	92
	8.6	Beleidsopties	92
	8.7	20 procent bezuinigingsoptie	94
Bijlage A	Informatiesets		96
Bijlage B	Gesprekspartners interviews		98
Bijlage C	Overzicht beleidsinstrumenten het Agentschap en bijbehorende doelen		99
Bijlage D	Beloningssystematiek Primary dealers in de periode 2019-2024		103
Bijlage E	Scores consistentie, transparantie en liquiditeit		105
Bijlage F	Vragenlijst enquête		108
Bijlage G	Correlatie yields met andere landen		110

1 Inleiding

1.2 Doelstelling

De minister van Financiën is verantwoordelijk voor de financiering van de staatsschuld (artikel 11 van hoofdstuk IX - Financiën en Nationale Schuld[4]). De wettelijke basis voor deze uitvoerende rol is geregeld in de Comptabiliteitswet 2016.[5] Het Agentschap van de Generale Thesaurie van het ministerie van Financiën is namens de minister van Financiën verantwoordelijk voor de financiering van de staatsschuld.

De doelstelling van dit onderzoek is om bij te dragen aan de periodieke rapportage van artikel 11 in overeenstemming met de Regeling Periodiek Evaluatieonderzoek.[6] De periodieke rapportage heeft betrekking op het huidige beleidskader dat is ingegaan vanaf 2020 en loopt tot en met 2025. Dit rapport richt zich op de periode 2020-2024 aangezien het onderzoek in het eerste half jaar van 2025 plaatsvond. Het voorliggende onderzoek betreft niet de bewuste periodieke rapportage, die wordt namelijk door het ministerie van Financiën zelf uitgevoerd. Dit rapport is een bijlage bij en input voor die periodieke rapportage.

De algemene doelstelling van artikel 11, waarop doelbereik ("is het doel behaald?"), doeltreffendheid ("is het doel behaald door de maatregelen?") en doelmatigheid ("is het behalen van het doel zo efficiënt mogelijk gegaan?") worden beoordeeld, luidt: "Schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke kosten onder acceptabel risico voor de begroting". De doelstelling van artikel 11 sluit aan bij de internationaal geaccepteerde uitgangspunten voor schuldmanagement, zoals verwoord door het Internationaal Monetair Fonds (IMF) en de Wereldbank in de 'Revised Guidelines for Public Debt Management'.[7] Voor de uitvoering van de schuldfinanciering wordt steeds voor meerdere jaren een beleidskader vastgesteld. Belangrijke onderdelen van het beleidskader artikel 11 zijn het financieringsbeleid en het renterisicokader. Dit rapport richt zich daarmee op deze twee elementen van het beleidskader en beziet deze in samenhang. In hoofdstuk 2 beschrijven we de elementen van dit beleid uitgebreider.

1.3 Afbakening en onderzoeksvragen

De RPE [8] schrijft voor dat een Periodieke rapportage onder andere onderstaande onderdelen bevat:

- de doelen van en instrumenten voor het beleid;
- een onderbouwde beoordeling van doelrealisatie, doeltreffendheid en doelmatigheid (inclusief kosten en neveneffecten); en
- lessen voor het vergroten van de doeltreffendheid en doelmatigheid (inclusief de 20%-besparingsvariant).

Het ministerie van Financiën voert zelf de periodieke rapportage artikel 11 uit. Een deel van de onderzoeksvragen die het ministerie gecommuniceerd heeft met de Tweede Kamer in haar plan van aanpak[9] valt niet onder de onderzoeksopdracht die aan SEO is gegeven. Deze onderzoeksvragen zullen door het ministerie zelf worden beantwoord. Een deel van de onderzoeksvragen, met name die welke betrekking hebben op de doeltreffendheid

---

4 Zie https://www.rijksfinancien.nl/memorie-van-toelichting/2024/OWB/IX/onderdeel/2105171
5 Zie https://zoek.officielebekendmakingen.nl/stb-2017-139.html
6 Zie Regeling Periodiek Evaluatieonderzoek 2022
7 Zie https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/040114.pdf
8 Zie Regeling Periodiek Evaluatieonderzoek 2022, artikel 4 lid 5a tot en met 5j voor de onderdelen die een periodieke rapportage moet bevatten.
9 Zie Plan van aanpak periodieke rapportage artikel 11 | Publicatie | Rijksoverheid.nl

en doelmatigheid, wordt door SEO beantwoord in het onderhavige rapport. Dit rapport is input voor de uiteindelijke periodieke rapportage artikel 11 van het ministerie zelf. Het gaat om de volgende vragen die de opdrachtgever heeft opgesteld[10]:

1. Maakt het beschikbare onderzoeksmateriaal uitspraken over de doeltreffendheid en de doelmatigheid van het beleidsterrein mogelijk?
2. Wat zijn de doelen van het beleid en de beschikbare instrumenten? Zijn de doelen van het beleid en de beschikbare instrumenten gerealiseerd?
3. Is het beleid voldoende doeltreffend geweest? Zijn er positieve en/of negatieve neveneffecten?
4. Is het beleid voldoende doelmatig geweest? Wat zijn de kosten en baten?
5. Welke maatregelen kunnen worden genomen om de doelmatigheid en doeltreffendheid verder te verhogen?
6. In het geval dat er significant minder middelen beschikbaar zijn (-/- circa 20 procent van de middelen op het beleidsartikel), welke beleidsopties zijn dan mogelijk?

1.4 Governance

Dit rapport betreft niet de periodieke rapportage zelf, maar een bijdrage op basis waarvan de opdrachtgever zelf de periodieke rapportage opstelt. Bovenstaande onderzoeksvragen (1-6) zullen door SEO in dit rapport worden beantwoord.[11] Voor de periodieke rapportage die het ministerie opstelt is een onafhankelijk expert ingeschakeld en zijn een begeleidingscommissie en een werkgroep samengesteld.

SEO presenteert haar bevindingen voor vragen 1-6 in dit rapport dat input vormt voor de periodieke rapportage die het ministerie zelf opstelt. In hoofdstuk 7 geven wij antwoord op de zes onderzoeksvragen. De overige hoofdstukken vormen daarbij de onderbouwing van deze antwoorden. De governance rond de totstandkoming van dit rapport sluit nauw aan bij de governance van de daadwerkelijke periodieke rapportage, met andere rollen en bevoegdheden. Waar de begeleidingscommissie de eindversie van de periodieke rapportage moet goedkeuren en de werkgroep de dagelijkse leiding over het schrijven van de periodieke rapportage heeft, levert SEO een zelfstandig en onafhankelijk rapport op en is daarvoor niet afhankelijk van de goedkeuring van de werkgroep of de begeleidingscommissie.

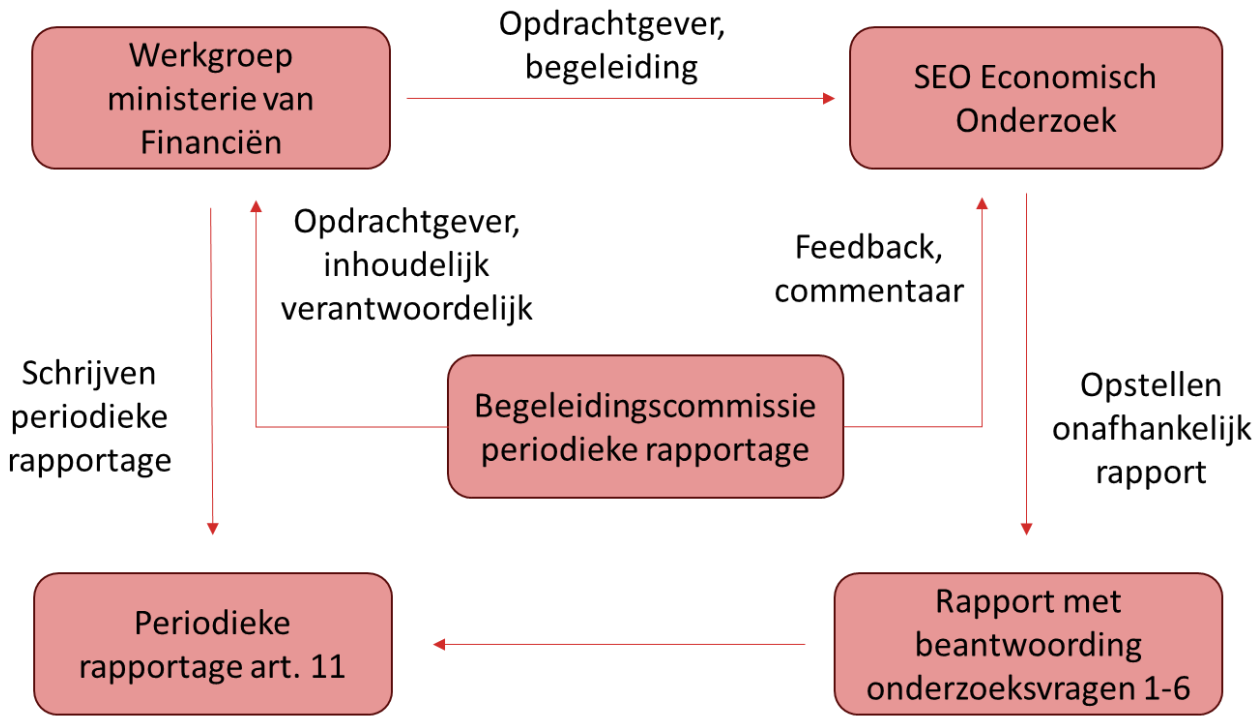
SEO heeft regulier overleg met de werkgroep en krijgt commentaar en input, die zij naar eigen inzicht kan verwerken. Daarnaast worden tussenproducten met de begeleidingscommissie besproken. Ook hier geldt dat de begeleidingscommissie commentaar en input geeft, die SEO naar eigen inzicht verwerkt. Dit resulteert in een eindrapport van SEO dat input vormt bij de periodieke rapportage die de werkgroep opstelt en waar het ministerie van Financiën zelf verantwoordelijk voor is. Onderstaande Figuur 1.2 geeft het proces rondom de periodieke rapportage (uitgevoerd door Financiën), de input van SEO hierin (antwoord op vragen 1-6) en de rollen (commentaar, goedkeuring) en verantwoordelijkheden (onafhankelijke analyse, commentaar en input) van de verschillende partijen (werkgroep, klankbordgroep, SEO) weer.

---

10 Merk op dat deze vragen de oude RPE-vragen betreffen die inmiddels vervangen zijn door een nieuwe set vragen, zie Plan van aanpak periodieke rapportage artikel 11 | Publicatie | Rijksoverheid.nl. De oude vragen zijn echter de vragen zoals die door het ministerie aan de Tweede Kamer zijn gestuurd met de toezegging deze vragen te beantwoorden.

11 Dit zijn niet alle vragen die in de periodieke rapportage worden beantwoord.

Figuur 1.1 Governance periodieke rapportage en rapport SEO



Bron: SEO Economisch Onderzoek

1.5 Leeswijzer

- Hoofdstuk 2 bevat de beleidshistorie en een beoordelingskader. Dit hoofdstuk legt de basis van dit rapport en geeft weer hoe we de onderzoeksvragen beantwoorden.
- Hoofdstuk 3 beschrijft de relevante externe ontwikkelingen die gevolgen hebben voor beleidskeuzes, kosten en risico's.
- Hoofdstuk 4 bevat een internationale vergelijking die laat zien hoe aspecten van het beleid in Nederland zich verhouden tot die in het buitenland.
- Hoofdstuk 5 beschrijft inzichten uit de wetenschappelijke literatuur over een aantal onderwerpen en identificeert voor Nederland relevante punten uit de internationale beleidsliteratuur over schuldbeheer.
- Hoofdstuk 6 bevat de kwantitatieve analyse die we hebben gedaan met betrekking tot de impact van wijzigingen op marktuitkomsten en een backtest van de financiering van de overheidsschuld.
- Hoofdstuk 7 bespreekt de resultaten van de enquête onder Primary dealers.
- Hoofdstuk 8 geeft onze conclusies weer over de doeltreffendheid en doelmatigheid van het beleid en sluit af met een aantal aanbevelingen.

2 Beleidshistorie, beleidstheorie en beoordelingskader

2.1 Beschrijving van activiteiten Agentschap

Het Agentschap van de Generale Thesaurie (het Agentschap) van het ministerie van Financiën is verantwoordelijk voor de financiering van de staatsschuld, met de algemene doelstelling om te zorgen voor schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke kosten onder acceptabel risico voor de begroting. Risico voor de begroting moet hier geïnterpreteerd worden als de mate waarin de (rente)kosten onverwacht stijgen en daarmee nadelige gevolgen hebben op de begroting.

Om invulling te geven aan deze doelstelling stelt het Agentschap periodiek een meerjarig beleidskader op. Dit kader houdt rekening met verschillende risico's, waaronder krediet-, valuta-, en integriteitsrisico's, maar de belangrijkste pijlers zijn het financieringsbeleid en het renterisicokader. Het beleidskader geeft invulling aan de internationaal geaccepteerde uitgangspunten voor schuldmanagement, zie Box 2.1.

Box 2.1 Uitgangspunten voor schuldmanagement IMF en Wereldbank

Het IMF onderscheidt in de 'Revised Guidelines for Public Debt Management'[12] de volgende elementen van het beleid met betrekking tot schuldmanagement:

- **Doelstellingen en coördinatie van schuldbeheer**: Het is van belang dat overheden duidelijke doelstellingen formuleren voor hun schuldbeheer en zorgen voor een goede afstemming tussen schuldbeheer, monetair beleid en begrotingsbeleid;
- **Transparantie en verantwoording**: Dit omvat het regelmatig publiceren van informatie over de schuldpositie, financieringsplannen en risico's die samenhangen met de schuldportefeuille. Transparantie versterkt het vertrouwen van de markt en bevordert een cultuur van verantwoording binnen overheidsinstellingen;
- **Institutioneel raamwerk**: Dit omvat duidelijke rollen en verantwoordelijkheden voor verschillende overheidsinstanties, robuuste juridische en regelgevende structuren en goed opgeleid personeel. Een sterk institutioneel kader ondersteunt consistent en professioneel schuldbeheer;
- **Schuldbeheerstrategie**: Overheden dienen een strategie te ontwikkelen die de samenstelling van de schuldportefeuille vastlegt die de voorkeuren van de overheid weergeeft met betrekking tot een kosten-/risico-afruil. De strategie moet sterk gericht zijn op het beheersen van risico's, zoals renterisico en valutarisico. Deze strategie moet flexibel genoeg zijn om in te spelen op veranderende marktomstandigheden en financieringsbehoeften. Ook gezond cashmanagement hoort daarbij. Cashmanagement vergemakkelijkt schuldbeheer en monetaire operaties;
- **Risicomanagement raamwerk**: Dit omvat het uitvoeren van stresstests, het monitoren van marktontwikkelingen en het implementeren van risicobeperkende maatregelen, zoals het gebruik van derivaten om de blootstelling aan ongunstige rente- of valutabewegingen te beperken;
- **Ontwikkeling en onderhoud van efficiënte markten voor overheidsobligaties**: Dit kan worden bereikt door voorspelbare en transparante uitgiftepraktijken, het onderhouden van een robuuste investeerdersbasis en het implementeren van marktinfrastructuren die handel en prijsvorming ondersteunen.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

Het financieringsbeleid van het Agentschap richt zich op het beheersen van (her)financierings- en liquiditeitsrisico's bij de financiering van de staatsschuld. De kernwaarden zijn daarbij consistentie, transparantie en liquiditeit. Consistentie en transparantie naar de markt toe versterken de reputatie van het Agentschap als een voorspelbare en betrouwbare schuldenaar. Liquiditeit wordt gewaarborgd door leningen uit te geven met een voldoende

[12] Zie Revised guidelines for public debt management, IMF/WB 2014 https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/040114.pdf

omvang, zodat deze goed verhandelbaar blijven. Binnen deze kaders probeert het Agentschap flexibel in te spelen op bijvoorbeeld veranderingen in marktomstandigheden of financieringsbehoeften, zodat bijvoorbeeld tegen lagere kosten gefinancierd kan worden als de omstandigheden dat toestaan.

De jaarlijkse financieringsbehoefte wordt deels gedekt via de geldmarkt en deels via de kapitaalmarkt met leningen met looptijden van 1 tot ruim 31 jaar.[13] Door obligaties met verschillende looptijden uit te geven, kan het Agentschap een breed scala aan beleggers aanspreken en het renterisico spreiden. Onderstaande Tabel 2.1 geeft een overzicht van de financieringsinstrumenten die het Agentschap inzet op de kapitaalmarkt en de geldmarkt. Uit cashmanagementoverwegingen kunnen DSLs ingekocht worden met een beperkte resterende looptijd tot twee jaar. Op die manier worden grote pieken in de aflossingen verkleind en worden aflosmomenten gekozen die beter aansluiten bij het kasbeheer.

De Nederlandse Staat werkt met Primary dealers, financiële instellingen die staatsleningen (Dutch State Loans DSLs) en schatkistpapier (Dutch Treasury Certificates, DTCs) afnemen, promoten en distribueren. Het betreft momenteel 14 financiële instellingen.[14] Zij sluiten jaarlijks een contract en hebben exclusief toegang tot DSL-veilingen en -faciliteiten. In ruil voor een financiële vergoeding die afhankelijk is van hun afname van DSLs via de Dutch direct auction (DDA), worden Primary dealers verplicht om continu bied- en laatprijzen af te geven voor DSLs (via de quoteerverplichting) en maandelijks te rapporteren over hun marktactiviteiten op de secundaire markt. De Primary dealers verplichten zich om DSLs af te nemen, te verspreiden en te promoten. Onderdeel van de beloning voor Primary dealers is ook dat Primary dealers die tijdens een tapveiling minimaal 3 procent hebben afgenomen en voldoen aan quoteerverplichting een zogeheten non-competitive bid option krijgen, waarbij het maximaal af te nemen volume afhangt van een specifieke ranking.[15] Daarnaast wordt een aantal Primary dealers op basis van de ranking in het voorgaande jaar aangewezen als adviseur bij de voorbereiding op veilingen. Hiervoor krijgen zij een vaste vergoeding. Bij Dutch direct auctions krijgen de Primary dealers een vergoeding die afhangt van de afgenomen hoeveelheid DSLs. Gedurende de evaluatieperiode is het beloningsbeleid veranderd. Dit wordt nader beschreven in paragraaf 2.2.7.

---

13 In de praktijk worden er geen DSLs uitgegeven met een looptijd van één jaar. De kortste looptijd van een uitgegeven DSL in de evaluatieperiode als het gaat om nieuwe obligaties is 4 jaar. Bij tapveilingen is 3 jaar de kortste looptijd.

14 Zie https://english.dsta.nl/subjects/dealers. Naast Primary dealers zijn er dealers met andere soorten contracten. Allereerst Commercial Paper Dealers (CPrimary dealers), onderverdeeld in de Verenigde Staten USCP's en Europa ECPs. Alle CPDs zijn Primary dealer, het CP-contract is een aanvulling hierop. Daarnaast bestaan er Single Market Specialists (SMS). Zij promoten en distribueren DTC's en waarborgen de liquiditeit op de secundaire markt. In de evaluatieperiode waren er echter geen SMS.

15 Dit houdt in dat ze tot drie dagen na de veiling de tijd krijgen om een bepaald percentage van de door hen afgenomen schuld extra af te nemen tegen de gemiddelde veilingprijs. Het percentage – en daarmee de hoogte van de beloning - hangt af van de plek op een ranklijst. De regels voor de non-comp verschillen per jaar en zijn te vinden in: 2025, 2024, 2023, 2022, 2021, 2019. In de periode van de evaluatie (2019-2024) bedroegen de ex post kosten van de non-comp gemiddeld euro 436.782 per miljard euro aan uitgegeven schuld, wat uit komt op een totaal bedrag van 77,1 miljoen euro in de evaluatieperiode waarbij 176,532 miljard euro is opgehaald. Dit is gebaseerd op daadwerkelijke uitoefening van het optierecht (ex-post) en niet op de waardering van de optie voor uitoefening (ex-ante). De beloning heeft als doel deelname aan veilingen te bevorderen en concurrentie tussen de Primary dealers te stimuleren. Dit kun je zien als voordelen die tegenover de kosten staan.

Tabel 2.1 Overzicht financieringsinstrumenten die het agentschap inzet

Financieringsinstrument	Omschrijving
Kapitaalmarkt	
Staatsobligaties (DSL)	Gestandaardiseerde leningen met looptijd langer dan een jaar
Groene obligaties	Reguliere DSLs waarbij de opgehaalde middelen toegewezen worden aan groene uitgaven, waarover wordt gerapporteerd
US dollar obligaties	DSLs uitgegeven in dollars, wisselkoersrisico volledig gedekt via een cross-currency swap[16]
Geldmarkt	
Schatkistpapier (DTC)	Gestandaardiseerde leningen met looptijd korter dan een jaar
Commercial paper (CP)[17]	Kortlopend papier uitgegeven op geldmarkt op ad-hoc en flexibele basis. In euro's en vreemde valuta's
Deposito's	Kortlopende lening van middelen op de geldmarkt
Repo's	Gedekte leningen met terugkoopverplichting van verstrekt onderpand

Bron: SEO Economisch Onderzoek

Voor het op de markt brengen van DSLs maakt het agentschap gebruik van de zogeheten Dutch direct auction (DDA) en van tapveilingen. Dat laatste betekent dat reeds uitstaande obligaties worden heropend in een zogeheten tapveiling. De prijs in een tapveiling wordt in blokken bepaald tijdens de veiling. In een DDA wordt de prijs bepaald door een spread t.o.v. een Duitse referentiebond, een range voor de spread is vooraf bekend en wordt bijgesteld tijdens de veiling naar de uiteindelijke finale spread. DTCs worden via een zogeheten Dutch auction uitgegeven.

Het renterisicokader dient ertoe om de risico's voor de (lopende en toekomstige) begroting te beperken terwijl de kosten laag blijven. Hierbij gaat het vooral om het renterisico: het risico dat de rentelasten op de staatsschuld fors stijgen door veranderingen in de actuele rente. Naast financierings- en liquiditeitsrisico (waar het financieringsbeleid zich op richt) vormt dit het belangrijkste risico. Het financieringsrisico betreft de kans dat er geen financiering gevonden kan worden op de markt als dat wel nodig is, terwijl het liquiditeitsrisico het risico is dat de liquiditeit op de markt afneemt, waardoor de kosten van financiering stijgen.

De looptijd van een lening is doorgaans negatief gecorreleerd met het risico voor de begroting. Een langere looptijd betekent dat jaarlijks een kleiner deel van de staatsschuld geherfinancierd moet worden, waardoor minder rente opnieuw wordt vastgesteld. Dit vermindert de directe impact van stijgende rentes op de rentelasten. Daartegenover staat dat leningen met een langere looptijd doorgaans[18] hogere rentekosten met zich meebrengen dan kortlopende leningen, omdat de rente op langlopende leningen onder normale marktomstandigheden hoger is. Kosten en risico bewegen hierdoor vaak in tegengestelde richtingen, waardoor steeds een optimale balans tussen beide moet worden gezocht.

Om het renterisico zowel op de korte als lange termijn te beheersen, hanteert het beleidskader twee risicomaatstaven: de gemiddelde looptijd van de schuldportefeuille en het renterisicobedrag (RRB). Deze doelstelling ziet op het einde van het jaar, in de tussenliggende periode kan hiervan worden afgeweken. Het RRB is

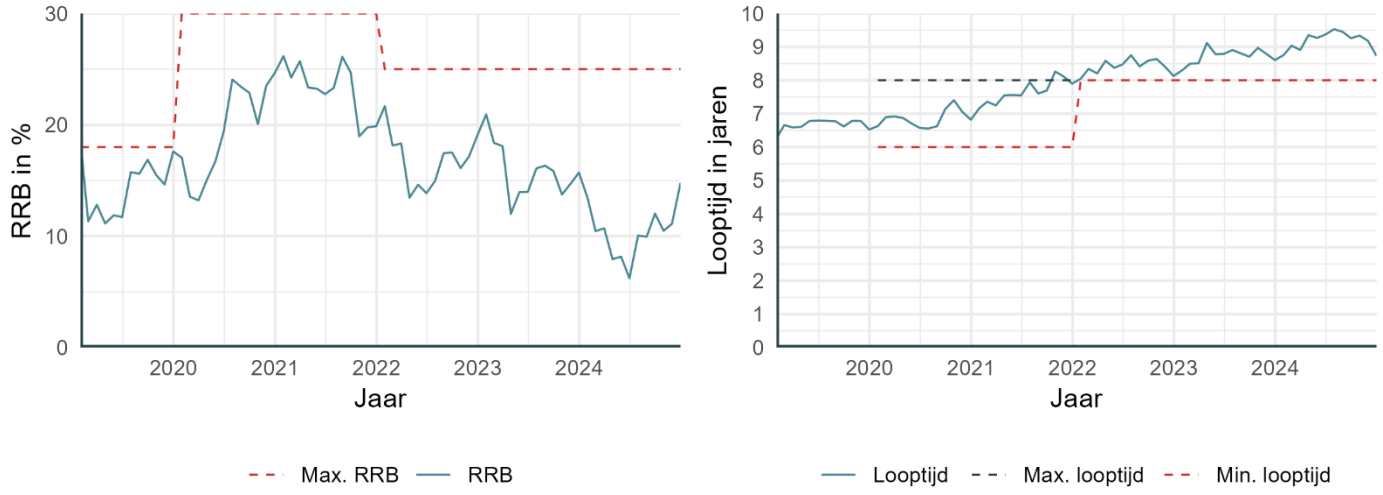
16 Deze worden momenteel niet uitgegeven

17 Het Agentschap sluit CP bilateraal in de markt af, hiervoor bestaan een ECP- en USCP-dealergroep. Deze groep bestaat uit banken die Primary dealer zijn en banken die geen Primary dealer zijn

18 In de praktijk kan sprake zijn van een inverted yieldcurve

het bedrag waarover de rente binnen 12 maanden opnieuw moet worden vastgesteld.[19] Hieronder valt alle financiering op de geldmarkt, evenals kapitaalmarktleningen die binnen 12 maanden aflopen, het onderpand dat in beheer is en renteswaps waarop variabele rente betaald wordt (receiverswaps). In het geval van het RRB wordt gestuurd op het ongewogen gemiddelde van het RRB op de maandeinden. Het RRB op de maandeinden wordt maandelijks gerapporteerd in de maandrapportage. Het ongewogen gemiddelde van het RRB op de maandeinden wordt gerapporteerd aan het eind van het jaar, op 31 december.

Figuur 2.1 Het RRB fluctueert (en daalt na COVID), de gemiddelde looptijd neemt toe over de tijd



Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van data Agentschap

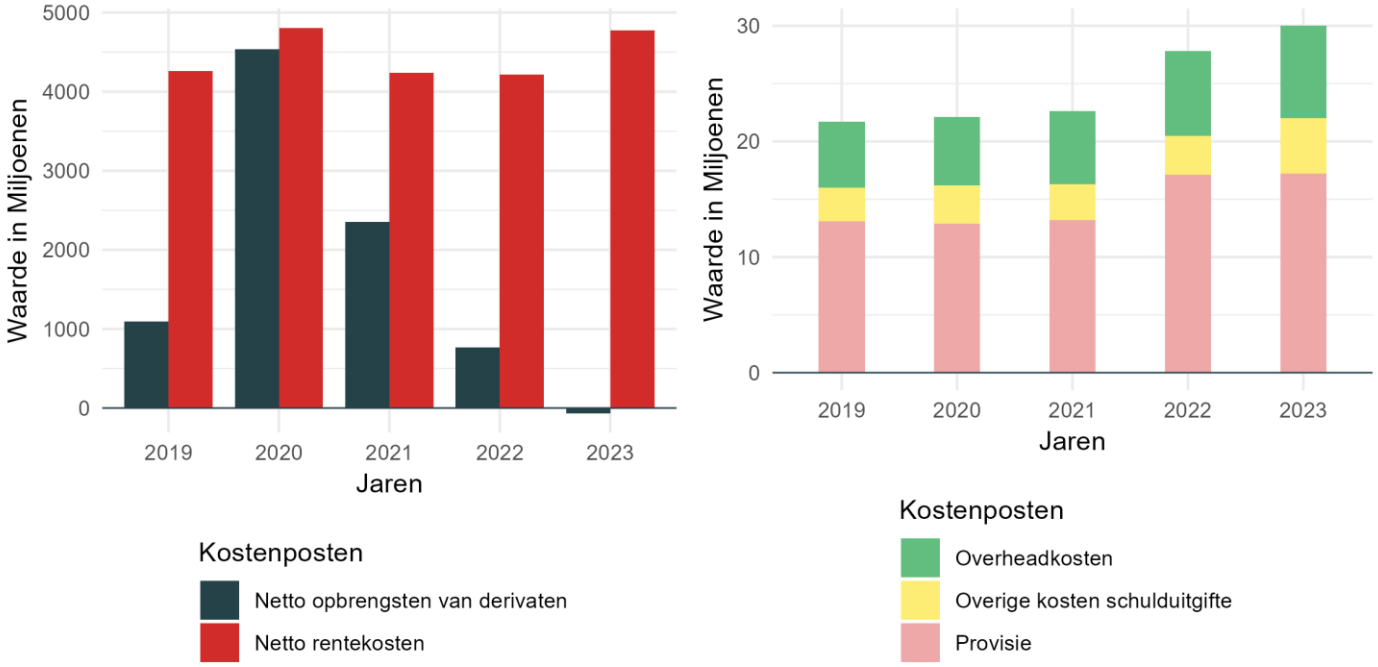
Binnen het renterisicokader is een minimumwaarde vastgesteld voor de gemiddelde looptijd en een maximumwaarde voor het RRB. De maximale waarde voor het RRB is in tijden van COVID verhoogd (van 18 procent naar 30 procent) en na een evaluatie in 2021 weer naar beneden bijgesteld (25 procent). Bovenstaande Figuur 2.1laat de gerealiseerde waarden zien, alsmede maximumwaarden. Tijdens dezelfde evaluatie is bepaald dat de maximumwaarde voor de gemiddelde looptijd werd geschrapt en de minimumwaarde voor de minimale looptijd werd opgehoogd van 6 naar 7.9 jaar. Tijdens de interne evaluatie in 2023 zijn beide waarden herzien en vervolgens extern gecommuniceerd in de outlook voor 2024. Vanaf 2024 bedraagt de minimale gemiddelde looptijd van de schuldportefeuille 8 jaar, een lichte stijging ten opzichte van de 7,9 jaar in 2023. De maximale waarde voor het RRB blijft ongewijzigd op 25 procent.

Het valutarisico op schuld in vreemde valuta wordt afgedekt met behulp van valutaswaps. Daarnaast kan het Agentschap in principe renteswaps inzetten. Op deze derivaten wordt zowel rente ontvangen als betaald. Netto rentebetalingen en -ontvangsten worden respectievelijk als rentelasten of rentebaten derivaten geregistreerd. Sinds de invoering van nieuwe Europese boekhoudregels in september 2014 tellen deze rentebaten niet langer mee bij de bepaling van het EMU-saldo, maar hebben ze wel invloed op de EMU-schuld. Momenteel is het beleid van het Agentschap om renteswaps alleen onder specifieke omstandigheden in te zetten, zie paragraaf 2.2.5.

[19] Merk op dat de relatie tussen de gemiddelde looptijd en het RRB niet eenduidig is. Als er bijvoorbeeld meer schulden met een looptijd van een jaar bijkomen, terwijl tegelijkertijd obligaties met een looptijd van 30 jaar worden uitgeven, dan kan het RRB hoger oplopen terwijl de gemiddelde looptijd toeneemt.

Onderstaande Figuur 2.2 laat de netto rentekosten exclusief derivaten, de netto opbrengsten van derivaten en de uitvoeringskosten zien.[20] De figuur laat zien dat het derivatenportfolio (bestaande uit renteswaps) in 2019, 2020, 2021 en 2022 een opbrengstenpost vormde.[21] Dit is het gevolg van de afbouw van de portefeuille derivaten. Daarnaast daalden de netto rentekosten na 2020 enigszins om vervolgens weer toe te nemen in 2023. De verandering in de rentekosten bestaat uit twee componenten: een verandering omdat de hoeveelheid uitstaande schuld verandert en een verandering omdat de hoogte van de rente verandert. De overheadkosten namen in 2022 toe doordat de kosten van provisie voor dealers stegen omdat er een extra DDA gehouden is vanwege de grotere financieringsbehoefte en de wens om de gemiddelde looptijd te verlengen.

Figuur 2.2 De linkerfiguur laat de netto rentekosten exclusief rentederivaten alsmede de netto jaarlijkse opbrengsten van rentederivaten zien, de rechterfiguur laat de uitvoeringskosten zien



Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van data van het Agentschap die beschikbaar zijn tot 2023

Om te bepalen hoeveel schuld moet worden uitgegeven maakt het ministerie van Financiën gebruik van een raming van de uitgaven en inkomsten gebaseerd op de begrotingen van ministeries en andere relevante overheidsinstellingen en een kasraming afkomstig van de afdeling begrotingsbeleid van het ministerie van Financiën. De raming van uitgaven en inkomsten neemt alleen uitgaven en inkomsten mee die meetellen voor het

20 De netto rentekosten zijn de rentekosten die de overheid heeft betaald voor de vaste schuld en voortijdige beëindiging van de schuld te verminderen met de hoeveelheid renteopbrengsten die zij hebben ontvangen voor vlottende schulden en het voortijdig beëindigen van andere schulden. De kosten i.v.m. derivaten zijn de uitgaven en ontvangsten van de rente van korte en lange derivaten en het voortijdig beëindigen hiervan. Overheadkosten bestaat uit personeel, materieel ICT en overig materieel. Overige kosten schulduitgifte bestaat uit connection fee, ICT i.v.m. staatsschuld, kosten betalingsverkeer, noteringskosten, projectaangelegenheden, overige lasten, kosten bankinstellingen en incidentele baten en lasten. De provisiekosten betreffen de vergoedingen die aan Primary dealers worden betaald voor DDAs en de voorbereiding van veilingen.

21 De cashflows bestaand uit de rentebetalingen die de partijen die deelnemen aan de swap uitwisselen, alsmede de geldstromen die ontstaan als een swap (vroegtijdig) afgewikkeld wordt. De waarde van de totale positie staat los van de kosten/opbrengsten van derivaten zoals hier weergegeven.

EMU-saldo [22], terwijl de kasraming ook andere uitgaven en inkomsten meetelt en rekening houdt met schatkistbankieren, cashmanagement en onderuitputting. Daarnaast maakt het agentschap het hele jaar door een eigen raming van de benodigde financiering op basis van gerealiseerde kasstromen op de rekeningcourant van de overheid. Deze raming richt zich op het accuraat voorspellen van de kasbehoefte op dagbasis.

2.1.2 Overzicht

Onderstaande tabel geeft in chronologische volgorde de belangrijkste wijzigingen weer in het beleid van het Agentschap gedurende de periode 2019-2024. Vervolgens bespreken we de verschillende veranderingen in meer detail, waarbij we wijzigingen in het RRB en wijzigingen in de gewenste gemiddelde looptijd elk als één categorie behandelen. In de conclusies komen we terug op deze veranderingen in beleid en beoordelen we of deze hebben bijgedragen aan de doeltreffendheid en/of doelmatigheid van artikel 11.

Tabel 2.2 Belangrijkste veranderingen in beleid Agentschap met betrekking tot artikel 11

Verandering	Sinds	Ratio	Verondersteld mechanisme ten tijde beleidswijziging
Uitgifte van groene obligaties	2019	Primaire ratio is ondersteunen ontwikkeling groene kapitaalmarkt door liquiditeit te vergroten en een benchmark voor rapportage te creëren. Een voorwaarde is dat de groene obligatie niet duurder is dan een reguliere obligatie en dat er voldoende groene uitgaven zijn binnen de rijksbegroting.	Door als overheid het goede voorbeeld te geven, wordt de ontwikkeling van de groene kapitaalmarkt ondersteund.[23] Dit zou voor vermogensbeheerders een benchmark AAA-obligatie creëren die helpt bij portfoliodiversificatie en beprijzing. De vraag om groen te investeren is toegenomen, het aanbod is beperkt, marktpartijen willen daarom een premie betalen, de zogeheten 'greenium'. Dit resulteert in **lagere kosten**.
Verhoging maximale RRB naar 30%	2020	Als gevolg van een lagere staatsschuld is er meer capaciteit om rentestijgingen op te vangen. Er kan dus meer risico worden genomen.	Een hoger RRB betekent vaker herfinancieren, normaal gesproken **lagere rentekosten maar een hogere volatiliteit van de rentekosten**.
Meer flexibiliteit bij het kiezen van de uit te geven looptijden	2020	Maakt het mogelijk om in te spelen op actuele behoeften van marktpartijen in specifieke marktsegmenten wat de liquiditeit kan vergroten.	Door looptijden niet op voorhand vast te leggen, ontstaat er ruimte om te reageren op de behoeften van marktpartijen. Dit kan tot **lagere kosten** leiden.
Gemiddelde looptijd richting 8 jaar in 2025, binnen een bandbreedte van 6-8 jaar	2020	Langer vastleggen van lage rentes, om zo te profiteren van lagere kosten van risicomitigatie.	Langere gemiddelde looptijd zorgt voor meer voorspelbare rentekosten en ruimte om langer vast te houden aan lage rentes. Dit leidt tot **een lager renterisico**. Als de kans op rentestijgingen hoog is, leidt het tot **lagere rentekosten** in de toekomst.

22 Het EMU-saldo is de optelsom van alle inkomsten en uitgaven van de rijksoverheid en de decentrale overheden.

23 Zie ook de Kamerbrief Kamerbrief uitgifte groene obligaties | Kamerstuk | Rijksoverheid.nl. In deze brief wordt geen mechanisme geschetst dat ervoor zou zorgen dat uitgifte van groene obligaties door de overheid de markt voor groene obligaties zou stimuleren. Er wordt slechts gesteld 'Hiermee ondersteunt de overheid de totstandkoming en verdere verdieping van een robuuste groene kapitaalmarkt.'.

Verandering	Sinds	Ratio	Verondersteld mechanisme ten tijde beleidswijziging
Versnelde afbouw van derivatenportefeuille	2021	Afbouw van risico's in de vorm van neveneffecten die gepaard gaan met een grote derivatenportefeuille, met name de grote fluctuaties in het onderpand hetgeen gepaard gaat met operationeel risico en transactiekosten.	Als er een aanzienlijke derivatenportefeuille is, leiden veranderende rentestanden tot aanpassen van de onderpandpositie. Afbouw van de derivatenpositie leidt dus tot **lagere kosten** en minder **operationeel risico.**
Minimale gemiddelde looptijd 7,9 jaar in 2022 & 2023 en van 8 jaar in 2024 & 2025	2022	De verlenging verlaagt de afhankelijkheid van korte-termijn rentewijzigingen en verhoogt de stabiliteit van de rentekosten.	Langere gemiddelde looptijd zorgt voor meer voorspelbare rentekosten en ruimte om langer vast te houden aan lage rentes. Dit leidt tot **een lager renterisico**. Als de kans op rentestijgingen hoog is, leidt het tot **lagere rentekosten** in de toekomst.
Verlaging maximale RRB 30% naar 25%	2022	Een stijgende staatsschuld door de coronacrisis verlaagt de risicocapaciteit. Daarnaast lag de RRB-limiet van 30% niet in lijn met andere Europese lidstaten. In de praktijk was het RRB ook een stuk lager dan 30%.	Een lager RRB zorgt voor meer stabiliteit van de rentes, dus **lager renterisico.**
Aanpassing prikkels Primary dealers	2023	Om Primary dealers te stimuleren is de beloningssystematiek aangepast met de introductie van een ranking die afhangt van verschillende factoren.	Doel was een betere liquiditeit in de primaire en secundaire markt. Een hogere liquiditeit leidt in principe tot een lagere liquiditeitspremie en daarmee tot **lagere kosten**.
Cashmanagement	2023	DNB vergoedt sinds 2023 een lagere rente op aangehouden tegoeden om het aanhouden van cash bij de centrale bank te ontmoedigen.	Er wordt minder cash aangehouden bij DNB omdat cash aanhouden bij DNB duurder is geworden. In de markt wordt vaak een hogere vergoeding gekregen. Er zijn dus **hogere opbrengsten**. Tegelijkertijd leidt het tot **hogere administratieve lasten** en een **hoger kredietrisico** van cashmanagement.

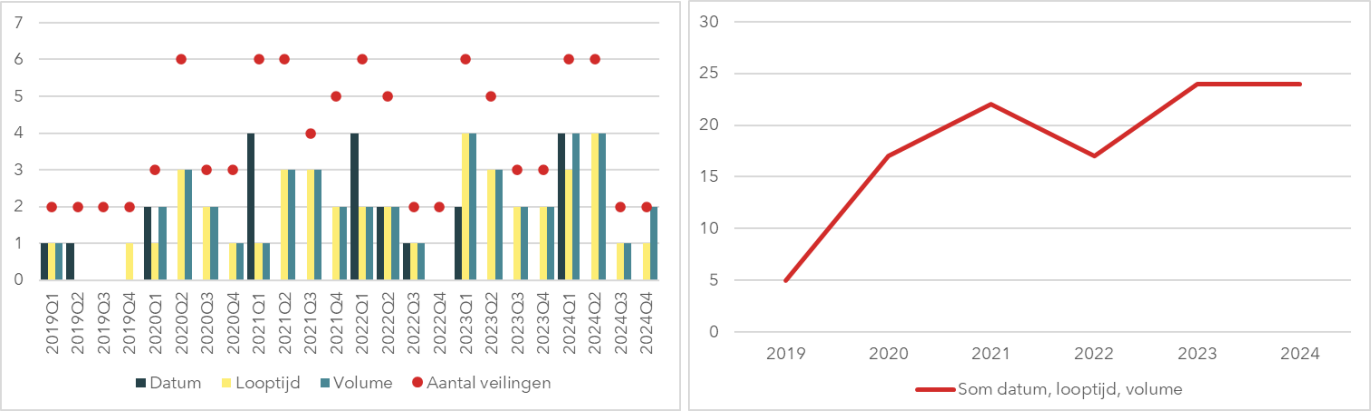
Bron: SEO Economisch Onderzoek

2.1.3 De mate van flexibiliteit

Waar het Agentschap in het verleden niet alleen aangaf hoeveel ze wilde gaan uitgeven, maar ook de samenstelling naar type obligatie vastlegde, is hier sinds 2020 meer flexibiliteit in gekomen, hoewel er daarvoor ook al sprake was van flexibiliteit. Er is geen sprake van een officiële beleidswijziging. Andere bronnen van flexibiliteit zijn de geldmarkt, waar relatief snel op- en afgeschaald kan worden, en de inzet van rentederivaten om de looptijd van de portfolio aan te passen. Op dit laatste punt is de flexibiliteit in de evaluatieperiode afgenomen, zie paragraaf 2.2.5.

De toegenomen flexibiliteit houdt voornamelijk in dat niet langer voor alle veilingmomenten in het kwartaalbericht wordt vermeld welke types DSLs geveild worden, dat wil zeggen de looptijd van de uitgegeven obligaties met een looptijd langer dan een jaar, maar dat het type DSL dat wordt geveild een week voor de veiling wordt bepaald. Onderstaande figuur geeft per kwartaal op basis van de outlook het aantal aan nader te bepalen datums, looptijden en volume weer in deze outlooks vanaf 2019. Te zien is dat de dichtheid van het aantal nader te bepalen onderdelen toeneemt met de tijd, met een grote sprong van 2019 naar 2020, het jaar dat grotere flexibiliteit werd ingezet.

Figuur 2.3 Dat de flexibiliteit toeneemt is te zien, doordat het aantal aan nader te bepalen datums, looptijden en volume over de jaren groeit



Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van outlooks van het Agentschap

In de praktijk gaat het Agentschap kort voor uitgifte de dialoog aan met relevante marktpartijen, waarbij nagegaan wordt waar in de markt behoefte aan is qua looptijd van de schuld van de Nederlandse overheid. Binnen de parameters van het renterisicokader en het financieringsbeleid (zoals de jaarlijkse uitgifte van een 10-jaarsobligatie en het behalen van doelvolumes) probeert het Agentschap rekening te houden met de wensen van de markt bij het maken van een besluit. Dit levert vertrouwen op bij marktpartijen dat het Agentschap inspeelt op de actuele marktsituatie en draagt zo bij aan een hogere participatiegraad in de veilingen. Doordat het Agentschap door specifieke obligaties in de markt te zetten shortposities van marktpartijen kan oplossen kunnen marktpartijen bijvoorbeeld makkelijker hun positie innemen op de secundaire markt. De gedachte is dat dit positieve gevolgen zou hebben voor de liquiditeit op deze markt.

Uit het interview met de Duitse DMO komt naar voren dat zij een vergelijkbare (kleine) stap richting meer flexibiliteit hebben gemaakt door kort voor een veiling in de markt te polsen aan welke looptijden er het meest behoefte is en hierop in te spelen indien ze dit gepast achten. Dit doen ze vooral bij uitgifte van obligaties met een wat langere looptijd. De voordelen die ze zien zijn in termen van een betere prijs voor dergelijke obligaties.

Een eerste mogelijke nadeel van flexibiliteit kan zijn dat marktpartijen niet goed weten waar ze aan toe zijn en of ze wel in hun verwachte behoefte aan investeringen in Nederlandse staatsobligaties kunnen voorzien. Denk aan pensioenfondsen die periodiek een voorspelbaar bedrag moeten beleggen. Een tweede mogelijk risico van flexibiliteit is opportunistisch gedrag. Dit kan spelen als een partij zich vooraf ergens aan wil committeren om verwachtingen te wekken bij een tegenpartij, maar als deze verwachting eenmaal bestaat eigenlijk iets anders zou willen doen om te profiteren van deze gewekte verwachtingen. Dit heet een commitmentprobleem.

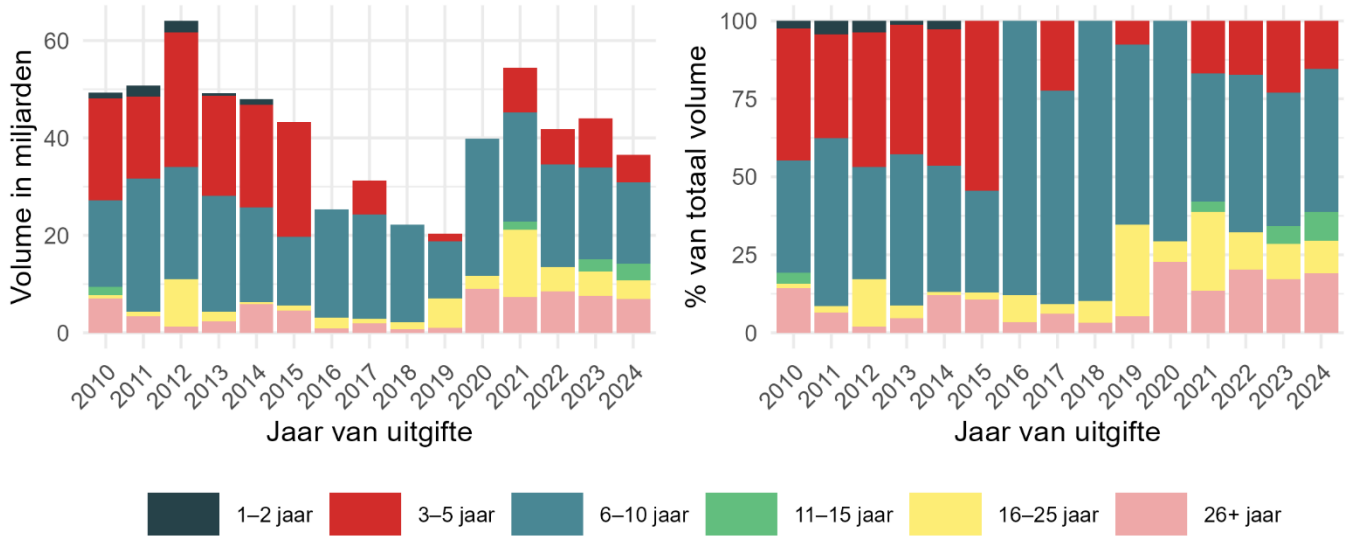
2.1.4 De doelstelling looptijd

Na de beleidsdoorlichting van 2019[24] is de doelstelling voor de gemiddelde looptijd van de staatsschuld om deze geleidelijk te verlengen richting de 8 jaar met een bandbreedte van 6 jaar tot 8 jaar (ten opzichte van de doelstelling van 6,4 jaar die er eind 2019 was). De doelstelling ziet op jaareinde. Hier is sprake van een wijziging in het officiële beleid. De looptijd van 8 jaar werd gezien als de maximaal haalbare looptijd onder een regulier uitgiftebeleid (waaronder elk jaar een 10-jaarslening, eens in ongeveer 5 jaar een 30-jaarslening en heropeningen van bestaande

24 Zie Nieuw beleidskader financiering staatsschuld | Nieuwsbericht | DSTA.nl

leningen in lijn met de vraag in de markt, waarbij ook rekening gehouden moet worden met het doelvolume dat de 10-jaars obligatie binnen het kalenderjaar een volume van 12 miljard heeft). De achterliggende motivatie is dat door te verlengen richting de 8 jaar de historisch lage rentes (en lage termijnpremies) voor langere tijd kon worden vastgelegd. Hierdoor ontstond meer budgettaire zekerheid. Het kleine verschil tussen de kosten van uitgeven van schuld met een lange looptijd ten opzichte van schuld met een korte looptijd betekende ook dat de kosten van risicomitigatie, door rentes langere tijd vast te leggen, laag was. De verlenging was ook in lijn met wat Agentschappen in andere landen deden en wat marktpartijen adviseerden.[25]

Figuur 2.4 Het absolute en relatieve volume van uitgiftes met een lange looptijd is toegenomen over de jaren, daarnaast is het absolute en relatieve volume van uitgiftes met een korte looptijd afgenomen



Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van data van het Agentschap.

Na een interne tussentijdse evaluatie van het renterisicokader[26] is de doelstelling in 2022 aangepast naar minimaal 8 jaar in 2025. In 2024 lag de gemiddelde looptijd van de staatsschuld van april tot en met november boven de 9 jaar. De ratio hiervoor was in essentie dezelfde als in 2019, te weten dat hierdoor renterisico's beter beheerst konden worden en dat dit zorgde voor minder afhankelijkheid van kortetermijnrentewijzigingen, hetgeen de stabiliteit van de rentelasten verhoogt.

2.1.5 Wijzigingen maximum RRB

Het RRB, dat deel van de schuld waarover binnen 1 jaar de rente opnieuw vastgesteld moet worden, is na de beleidsdoorlichting van 2019[27] verhoogd naar 30 procent om vervolgens in 2021 te zijn verlaagd naar 25 procent. Hier is in 2019 en in 2021 sprake van een wijziging in het officiële beleid. In de praktijk lag het RRB in 2021 al

25 Zie 2019 Financiering Staatsschuld Aanbieding.pdf

26 De interne evaluatie uit 2021 zegt hierover 'In 2019 was de limiet op het RRB opgehoogd van 18% naar 30% omdat 1) de overheidsfinanciën in een dusdanig goede staat waren dat er meer risico geaccepteerd kon worden dan voorheen en 2) de marktverwachting was dat de rentes nog enige tijd laag zouden blijven in welk geval we zouden profiteren van een hoog RRB. Nu twee jaar later zijn de overheidsfinanciën verslechterd – waardoor we minder capaciteit hebben om risico te dragen – terwijl tegelijkertijd het risico op hogere rentes reëel is geworden. Dit maakt dat we willen voorstellen de limiet op het RRB te verlagen naar een niveau dat meer in lijn is met andere Europese lidstaten.'

27 Zie Nieuw beleidskader financiering staatsschuld | Nieuwsbericht | DSTA.nl

significant lager dan het maximum en had de verandering niet echt consequenties voor de daadwerkelijke schulduitgifte.

Redenen voor de verhoging in 2019 die terug te vinden zijn in publicaties van het Agentschap waren:

- Sterke overheidsfinanciën. De overheidsfinanciën waren in zo'n goede staat dat er meer risico geaccepteerd kon worden dan voorheen. De overheidsschuld bevond zich op een lager niveau dan voorheen, waardoor er relatief ten opzichte van de economie voldoende capaciteit was om het renterisico te dragen;
- Verwachting van lage rentes. De marktverwachting was dat de rentes nog enige tijd laag zouden blijven, waardoor een hoger RRB voordelig zou kunnen zijn.[28] Met een hoger RRB kan immers meer renterisico genomen worden en financiering met een kortere looptijd gaat meestal gepaard met lagere financieringskosten dan financiering met een langere looptijd.[29]

Redenen voor de verlaging in 2021 die terug te vinden zijn in publicaties van het Agentschap waren:

- Afwijking van de Europese norm. Het huidige percentage van 30 procent lag niet in lijn met andere Europese lidstaten, waar het gemiddelde tussen de 20-25 procent ligt;
- Verslechterde overheidsfinanciën. Sinds de vorige beleidsdoorlichting waren de overheidsfinanciën verslechterd, waardoor er minder capaciteit was om risico te dragen. Stijgende staatsschuld door coronacrisis: de staatsschuld was snel opgelopen als gevolg van de coronacrisis, waardoor het renterisico over een groter bedrag werd verspreid;[30]
- Vastzetten van lage rentes. Een verlaging van het RRB naar 25 procent zorgt ervoor dat een groter deel van de portefeuille een langere looptijd moet hebben. Een langere looptijd bij – op dat moment – lage rentestanden betekende dat deze lage rente voor langere tijd werd vastgelegd. Bij een mogelijke stijging van de rente zou dit voordelig uitpakken.

2.1.6 Afbouwen omvang van de derivatenportefeuille

Een groot deel van de derivatenportefeuille (bestaande uit zogeheten *receiver swaps* en *payer swaps*)[31] is versneld afgebouwd in de afgelopen jaren naar aanleiding van de bevindingen in de interne evaluatie in 2021 van het renterisicobeleid. Ook dit was een aanbeveling van de beleidsdoorlichting in 2015.[32] Hier is sprake van een wijziging in het officiële beleid. De evaluatie uit 2015 noemt een aantal redenen voor de aanbeveling. Ten eerste loopt de Staat kredietrisico op de tegenpartijen waarmee bilaterale swaps zijn afgesloten. Ook is er concentratierisico en settlementrisico. Ten tweede kan het gebruik van swaps leiden tot grote fluctuaties in het onderpand dat aangehouden wordt. Dagelijkse veranderingen in dit onderpand kunnen groot zijn. Het managen van deze kasstromen brengt niet alleen kosten met zich mee, maar verhoogt ook het operationele risico van het gebruik van swaps. Tot slot zijn als gevolg van de invoering van ESA 2010[33] de kasstromen die swaps genereren niet langer relevant voor het EMU-saldo. Door deze wijziging kan het renterisico van het EMU-saldo niet meer worden beheerst met swaps.

---

28 Zie Beleidsdoorlichting financiering staatsschuld | Publicatie | DSTA.nl

29 Tenzij sprake is van een zogeheten *inverted yieldcurve*.

30 Zie voetnoot 19.

31 Renteswaps worden ingezet om een vast rentepercentage om te zetten in een variabel rentepercentage, of andersom. Zo kan de effectieve looptijd van een portfolio van leningen worden aangepast. Bij een *receiver swap* betaalt het Agentschap een variabele rente aan een tegenpartij en ontvangt in ruil daarvoor een vaste rente. In het geval van een *payer swap* betaalt het Agentschap juist een vaste rente en ontvangt een variabele rente.

32 Zie Kamerstuk 31935, nr. 20 | Overheid.nl > Officiële bekendmakingen

33 ESA is de Europees vastgestelde statistische methode voor het vaststellen van de nationale rekeningen.

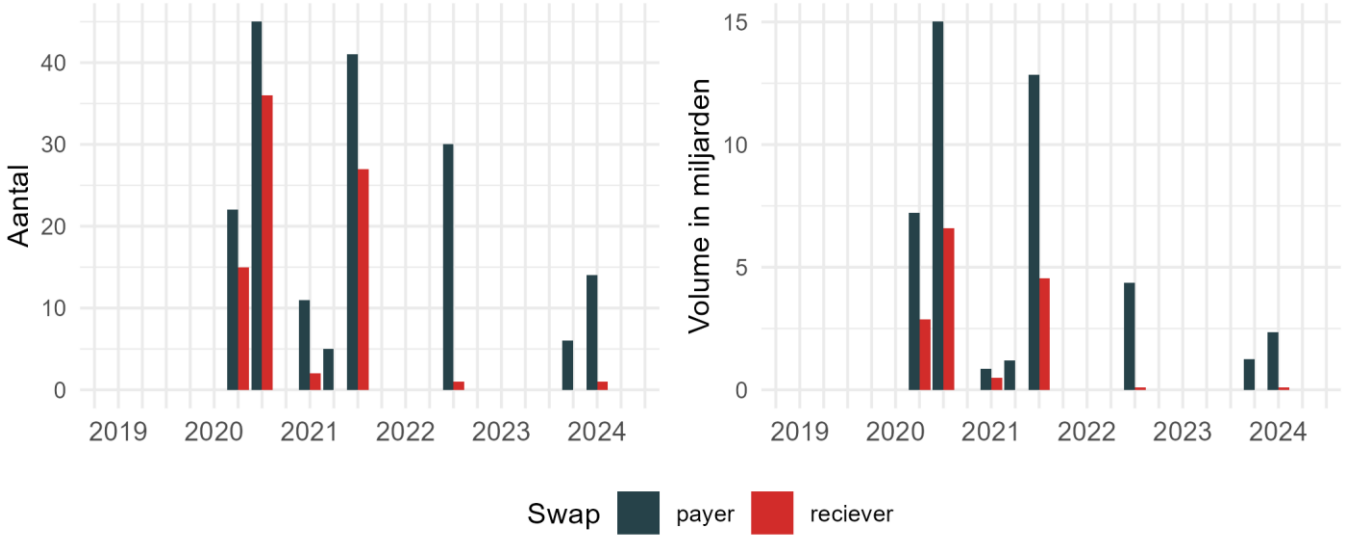
In de tussentijdse evaluatie van het renterisicokader uit 2021, werd geconcludeerd dat de bestaande swapportefeuille van het Agentschap tot een hogere volatiliteit van de rentekosten leidde, doordat er nog bilaterale *receiver swaps* uitstonden vanuit het verleden. Deze verhoogden het RRB en verlaagden de gemiddelde looptijd onnodig.

De aanbeveling van de evaluatie uit 2021 was om de swapportefeuille gespreid over twee jaar af te bouwen door resterende receiverswaps te beëindigen. Omdat dergelijke swaps op de OTC-markt tot stand komen, is daar medewerking van de tegenpartij voor nodig. Als dit niet lukte binnen een acceptabele marge zou afbouw plaatsvinden door een tegengestelde *payer swap* via Eurex af te sluiten waarmee het renterisico op receiverswaps kan worden geneutraliseerd.

Vervolgens is het swapbeleid aangepast door vast te stellen dat renteswaps als sluitstuk aan de orde komen op het moment dat RRB en looptijddoelstellingen niet behaald dreigen te worden en duidelijk blijkt dat er onvoldoende verantwoorde mogelijkheden zijn om bij te sturen met het uitgiftebeleid. In de evaluatieperiode is dit niet voorgekomen.

Onderstaande figuur geeft de verschillende typen swaps weer die door het Agentschap worden afgesloten. De twee balken geven weer of het gaat om payer of receiver swaps. De figuur laat zien dat het aantal Euribor-swaps na 2020 afnam. Deze afname geeft invulling aan de aanbeveling van de evaluatie uit 2021 om de swapportefeuille af te bouwen. De andere swaps betreffen (1) FX-swaps bedoeld om het valutarisico van schuld in buitenlandse valuta, in het bijzonder dollars, af te dekken en (2) EONIA- en ESTR-swaps die kortlopende swaps op de geldmarkt betreffen.

Figuur 2.5 Aantallen en volume van de swaps in de jaren van de evaluatieperiode



Bron: SEO Economisch Onderzoek

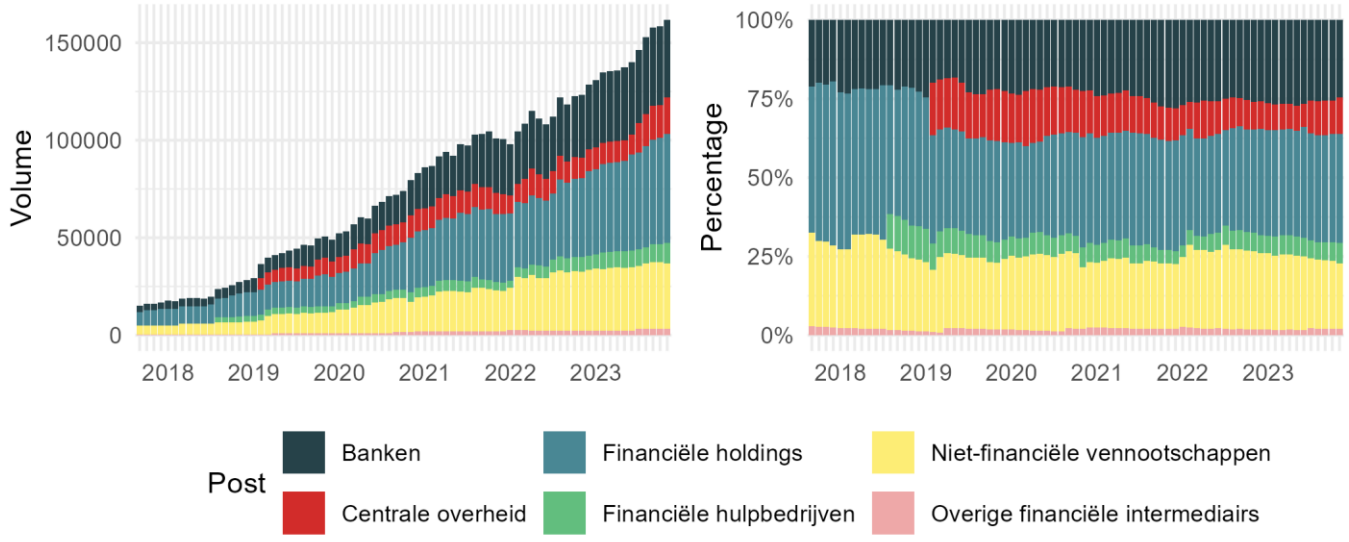
2.1.7 Uitgifte van groene obligaties

Het Agentschap is in 2019 gestart met de uitgifte van groene obligaties. Bij groene obligaties worden de middelen opgehaald met de groene lening en toegewezen aan financiering van groene investeringen, groene uitgaven of groene belastingkortingen. Het doel hierbij was om de ontwikkeling van de groene kapitaalmarkt te stimuleren.

Merk op dat deze ratio niet één-op-één aansluit bij de doelstelling van artikel 11 zoals weergegeven in de beleidstheorie. Zolang de greenium groter dan nul is, hoeven er geen negatieve gevolgen te zijn voor de rentekosten. Ook wilde Nederland een voorbeeld stellen voor welke uitgaven als groen kwalificeren op basis van de EU-taxonomie hiervoor. De vormgeving van en rapportage over groene staatsobligaties zou daarbij als benchmark voor de markt kunnen fungeren. De hypothese is dat dit bijdraagt aan extra private middelen naar groene projecten door beleggers in staat te stellen een gespreide groene portefeuille op te bouwen. Hier is sprake van een wijziging in het officiële beleid.

Voor de uitgifte hanteert Nederland een raamwerk. [34] Dit bevat uitgaven om klimaatverandering tegen te gaan of klimaatadaptatie te stimuleren. Hierbij is te denken aan subsidies voor de energietransitie of het versterken van de verdediging tegen hoog water. Ieder jaar worden de begrotingsposten toegekend aan de opgehaalde middelen die onderdeel zijn van dit raamwerk. Hierover en over de niet-financiële impact van deze uitgaven wordt gerapporteerd. [35] Voor alle uitgiftes onder het Green Bond Framework heeft de Nederlandse Staat zich gecommitteerd om investeerders transparantie te bieden over de allocatie van de opbrengsten met betrekking tot groene uitgaven evenals de impact van die uitgaven. In april 2025 staat er voor euro 25 miljard aan groene obligaties van de Nederlandse Staat uit, eind april 2025 is dit 6,4 procent van het totaal uitstaande volume van Nederlandse staatsobligaties. Onderstaande figuur laat de fractie van groene overheidsobligaties op het totaal aan groene obligaties van Nederlandse origine zien. Dit percentage ligt rond de 10 procent en daalt. Op basis van de beschikbare data kunnen we geen conclusies trekken of het aantal private uitgaven is gestegen als gevolg van de uitgifte van een groene obligatie door de Nederlandse overheid.

Figuur 2.6 Percentage groene obligaties overheid ligt rond de 10 procent



Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis data DNB

34 State of the Netherlands - Green Bond Framework - updated 8 September 2023 | Publication | english.dsta.nl

35 2023: Green Bond Report | Publication | english.dsta.nl

Box 2.2 Duitsland en Denemarken geven zogeheten twin bonds uit.

Duitsland en Denemarken brengen hun groene obligaties op de markt als zogeheten twin bonds.[36] Dit betekent dat een groene obligatie gekoppeld is aan een normale obligatie. Ze hebben dezelfde looptijd en couponrente, maar kunnen los van elkaar verhandeld worden. Eerst wordt de standaardobligatie op de markt gebracht en bij een tapveiling komt de groene obligatie op de markt. Het volume van de groene obligaties is lager dan van de standaardobligatie. De liquiditeit voor de groene obligaties wordt, ondanks het lage volume, verzorgd doordat op elk moment het mogelijk is om een groene obligatie één-op-één in te ruilen voor een standaardobligatie. Eind 2024 stonden er in Duitsland 8 groene obligaties uit met een totaal volume van euro 73.25 miljard, wat 4 procent is van de totale schuld.[37] In Denemarken stond eind 2024 euro 32.0 miljard uit in twee groene obligaties, wat ongeveer 15 procent van de totale schuld is.[38,39]

De marktprijs van een groene obligatie ligt vaak hoger dan die van de gekoppelde standaardobligatie, dit verschil wordt ook wel de greenium genoemd. De greenium ontstaat doordat investeerders groen beleid belangrijk vinden en daardoor is er hoge vraag naar deze obligaties. Bovendien zijn de uitgaven van groene obligaties relatief transparant, doordat er impactrapportages worden gepubliceerd over de besteding van de schuld. De greenium fluctueert over de tijd, maar was in Denemarken gemiddeld 3 basispunten en tot 2022 in Duitsland gemiddeld tussen de 2.3 en 4 basispunten.[40] Eind 2024 lag de greenium voor Duitsland voor 7 van de 8 groene obligaties onder het 1 basispunt.[41] De hypothese is dat deze daling het gevolg is van een toenemend aanbod van groene obligaties en veranderende vraag naar groene obligaties vanwege verwachte afzwakking van wet- en regelgeving in de Verenigde Staten. Het is onduidelijk hoe de greenium zich zal ontwikkelen, maar mogelijk kan deze afnemen en stabiliseren op het punt waarbij de extra waarde gecreëerd wordt door alleen de extra transparantie.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

2.1.8 Beloning Primary dealers

Primary dealers zijn verplicht om dagelijks ten minste zes uur de uitstaande obligaties te quoteren op de online handelssystemen. Hierbij bieden zij bied- en laatprijzen aan. Ook moeten zij een minimumvolume quoteren en een bepaalde spread realiseren. De quoteringsverplichting zorgt voor dagelijkse actieve prijzen van de obligaties, wat de liquiditeit bevordert.

Als beloning voor het quoteren krijgen zij de optie om bij tapveilingen een bepaald aantal obligaties afnemen tegen de gemiddelde veilingprijs, de zogeheten non-comp (dit is een calloptie op een obligatie, het recht om de obligatie te kopen tegen een bepaalde prijs). Deze optie mag uitgeoefend worden tot 12:00 op de vrijdag[42] van de week waarin de veiling plaatsvond. Een bank moet minstens 3 procent van het totale volume afnemen om gebruik te kunnen maken van de non-comp. Als de prijs voor de obligatie stijgt t.o.v. de veiling, neemt de optiewaarde voor de Primary dealers toe. In de praktijk oefenen partijen die daar recht op hebben de optie uit als deze een positieve waarde heeft ('in-the-money' is), wat een beloning is voor het quoteren. Voor 2023 was het aantal obligaties dat Primary dealers extra konden afnemen 15 procent van hun volume in de veiling.

Sinds 2023 is het aantal obligaties dat zij kunnen afnemen afhankelijk van hun quoteerprestatie (daarvoor was de quoteerscore een ondergrens die minimaal behaald moest worden). Daarnaast is de beloningssystematiek voor

36 Twin Bond Concept - Deutsche Finanzagentur en https://www.nationalbanken.dk/en/government-debt/funding-strategy/green-bonds
37 Outstanding Bonds - Deutsche Finanzagentur
38 Kingdom of Denmark Green Bond Allocation Report 2023
39 Central government borrowing and debt 2024
40 How Large is the Sovereign Greenium?
41 Twin Bond Concept - Deutsche Finanzagentur
42 De eigenlijke periode voor het uitoefenen van de optie is t+3. Vaak betekent dit dat dat een vrijdag is als er op dinsdag geveild wordt. Wanneer er op een andere dag geveild wordt of er een vrije dag in deze periode valt, betekent dat dat de non-comp opschuift naar bijvoorbeeld de maandag.

Primary dealers aangepast door de score voor quoteerprestaties uit te breiden met een ranking (de zogeheten non-comp ranking). De hoogte van de non-comp optie werd afhankelijk van de hoogte van de quoteerscore en het secundair handelsvolume[43] van een Primary dealer. De uiteindelijke non-comp ranglijst is dan het gewogen gemiddelde van de quoteerranglijst en secundaire marktranglijst. Er is bewust voor gekozen om de prestaties in de secundaire markt niet expliciet te belonen. Als reden wordt genoemd dat deze prestaties gevoelig zijn voor gaming: bijvoorbeeld door kunstmatige trades met de andere banken te doen om de cijfers te beïnvloeden. Daarom tellen niet alle soorten trades mee in de systematiek.

Onder de gewijzigde beloningssystematiek kunnen de best quoterende dealers met hoge volumes op de secundaire markt het hoogste aantal extra obligaties afnemen (in de vorm van een hoger percentage van de afname bij veiling), slechter quoterende dealers kunnen minder extra obligaties afnemen. Voor 2023 was er een drempelwaarde in de quoteerscore. Boven deze drempelwaarde (die nu niet meer bestaat) was er geen verschil in het aantal extra obligaties dat een dealer kon afnemen. Dit stimuleerde liquiditeit tot een drempelniveau, maar niet daarboven. Met invoering van de ranking is het de bedoeling dat het liquiditeit tot boven het drempelniveau stimuleert. Daarnaast had de drempelwaarde als nadeel dat deze regelmatig moest worden aangepast en was het vanwege marktomstandigheden niet altijd mogelijk om de drempel te halen, bijvoorbeeld bij het uitbreken van COVID. Een aantal dealers haalde regelmatig de drempelwaarde niet en stopte daarom met quoteren.

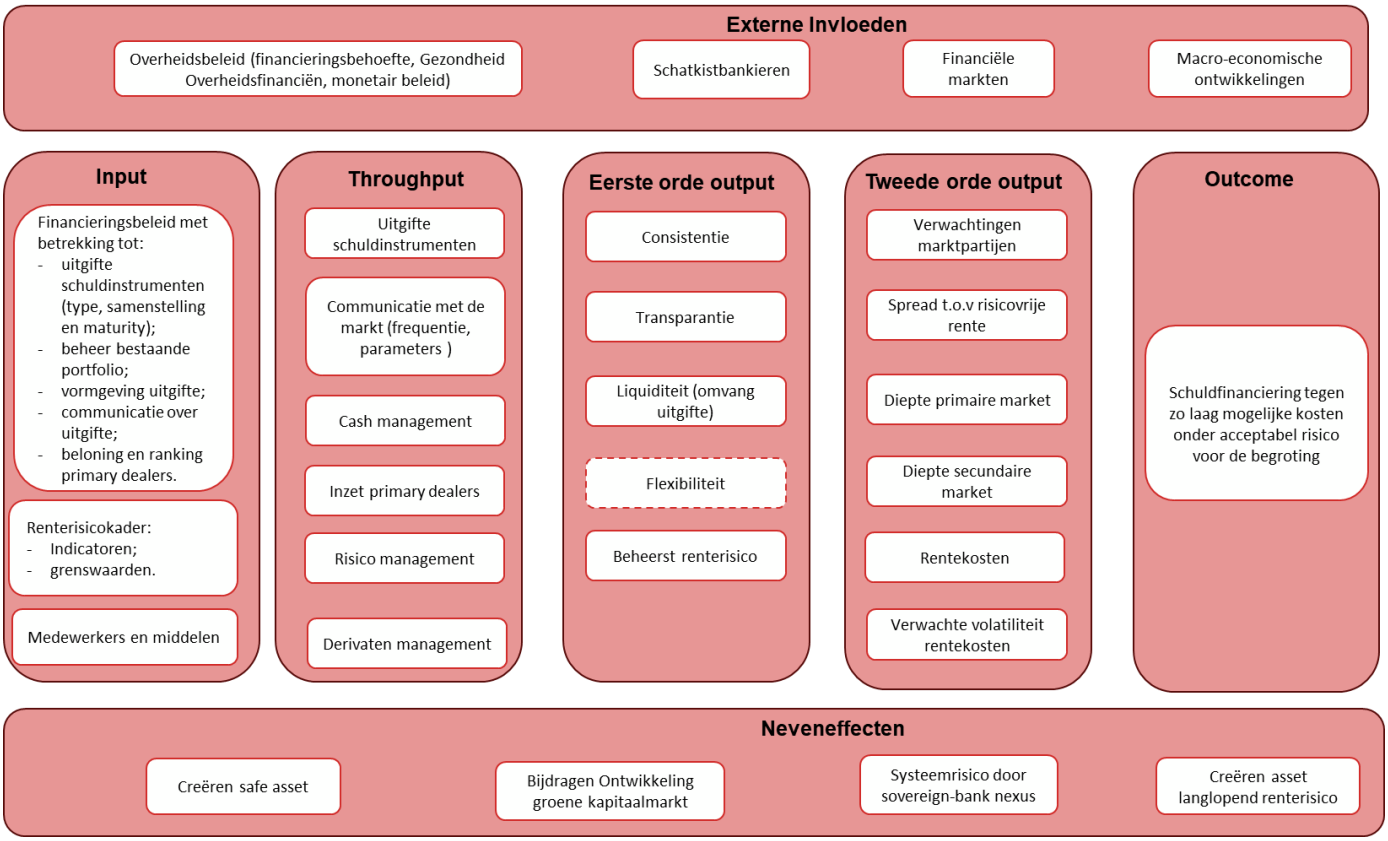
De aanleiding voor de wijziging waren de ervaringen tijdens de coronacrisis waar enkele knelpunten van het oude systeem zonder ranking zichtbaar werden. Ten tijde van veel volatiliteit en risico's was correct quoteren voor dealers lastiger, met grotere risico's op verliezen tot gevolg. De prikkel om te quoteren nam daardoor af en Primary dealers haalden hun drempelwaardes niet. Dit leidde tot het risico dat ze zouden stoppen met quoteren. Toen is de drempelwaarde tijdelijk vervangen door een 'best effort principe'. In 2022 werd de drempelwaarde weer ingevoerd maar zorgde de toegenomen volatiliteit door de gestegen rente weer voor vergelijkbare problemen en werd besloten tot de wijzigingen die in 2023 werden ingevoerd.

2.2 Beleidstheorie

Onderstaande Figuur 2.7 geeft de beleidstheorie weer van artikel 11 van hoofdstuk IX - Financiën en Nationale Schuld. De beleidstheorie geeft de beoogde werking van het beleid weer en bestaat uit input, throughput, eerste orde output, tweede orde output en outcome. Daarnaast geeft de beleidstheorie externe invloeden weer die de output kunnen beïnvloeden, alsmede potentiële neveneffecten die kunnen optreden die zowel positief als negatief kunnen zijn vanuit welvaartsperspectief. De beleidstheorie is belangrijk om tot een oordeel van de doeltreffendheid te komen van het beleid: heeft het beleid de werking die is beoogd?

43 Dit is pas later toegevoegd.

Figuur 2.7 Beleidstheorie artikel 11



Bron: SEO Economisch Onderzoek

Input

De input van het beleid bestaat uit de beleidskeuzes die het Agentschap maakt bij het financieren van de staatsschuld en de mensen en middelen die worden ingezet om het beleid te realiseren. De beleidskeuzes krijgen vorm in de regels en randvoorwaarden bij het financieringsbeleid (dat zich vooral richt op financieringsrisico en liquiditeitsrisico), het renterisicokader (dat zich vooral richt op renterisico), en op de vormgeving van overige risicobeheersing (dat zich richt op valutarisico, kredietrisico en de beheersing van operationele risico's).[44] We kunnen onderscheid maken tussen de beleidskeuzes die raken aan het financieringsbeleid, aan het renterisicokader en overige risicobeheersing.

[44] De memorie van toelichting bij de begroting zegt hierover: 'naast bovengenoemde risico's en kernwaarden houdt het Agentschap bij het opstellen van het beleidskader verder nog rekening met onder andere valutarisico, kredietrisico (tegenpartijrisico) en operationele risico's.', zie https://www.rijksfinancien.nl/memorie-van-toelichting/2024/OWB/IX/onderdeel/2105171:

Wat betreft het financieringsbeleid, dat zich voornamelijk richt op financieringsrisico, liquiditeitsrisico, kan een aantal beleidselementen worden onderscheiden:

- Type en samenstelling schuldinstrumenten. Hieronder vallen de keuzes die gemaakt worden welke schuldinstrumenten worden gebruikt, de samenstelling;
- Beheer van de bestaande portfolio. Hoe wordt de bestaande portfolio bijgestuurd door inkoop van eigen obligaties of hoe vindt bijsturing via rentederivaten plaats?
- Vormgeving van uitgifte. Hoe zijn de veilingmechanismen van de verschillende schuldinstrumenten vormgegeven?
- Communicatie en transparantie. Hoe wordt ex post en ex ante gecommuniceerd over de veilingen en over de te verwachten veilingmomenten, veilingvoorwaarden, omvang van de uitgifte, looptijden?
- De beloning van intermediairs. Hoe worden de primaire dealers geprikkeld, welke beloning wordt er gegeven en welke eisen worden er gesteld?

Het renterisicokader richt zich op het renterisico en kent twee belangrijke beleidsparameters, de gemiddelde looptijd en het renterisicobedrag. Voor deze twee parameters worden grenswaarden vastgesteld die borgen dat de portefeuille van schuldinstrumenten en derivaten een acceptabel renterisico kent.

De overige risicobeheersing bestaat het managen van andere financiële risico's anders dan het renterisico (zoals valutarisico en kredietrisico) uit het KYC-beleid en de beheersing van operationele risico's.

Throughput

De throughput bestaat uit de uitvoering in de praktijk van het beleid, datgene wat medewerkers doen en waar middelen voor gebruikt worden om uitvoering te geven aan het beleid. Dat wil zeggen:

- de daadwerkelijke uitgifte van schuldinstrumenten op de primaire markt, via de veilingen waarmee schuldinstrumenten aan marktpartijen worden verkocht;
- de communicatie met de markt via de outlook en kwartaalberichten;
- het feitelijke beloningssysteem voor de Primary dealers, welke toewijzing krijgen ze;
- het cashmanagement dat voortvloeit uit transacties, uitgaande en eventueel binnenkomende rentebetalingen, opnames en stortingen door publieke instellingen in het kader van schatkistbankieren;
- Het derivatenmanagement dat kan plaatsvinden om binnen de grenswaarden van het renterisicokader te blijven.[45] Dit omvat de aankoop en verkoop van derivaten en de inkomsten dan wel uitgiften die hiermee gepaard gaan alsmede het beheren van een eventueel bestaande derivatenportfolio;
- het risicomanagement dat plaatsvindt om overige risico's (financiële risico's anders dan het renterisico, KYC en het operationele risico) te managen.

Eerste orde output

De eerste orde output betreft de consistentie, transparantie, liquiditeit en flexibiliteit van de financiering van de overheidsschuld. Consistentie, transparantie en liquiditeit zijn de primaire doelen, terwijl flexibiliteit een secundair doel is. Een zekere mate van flexibiliteit stelt het Agentschap in staat om fluctuaties in de financieringsbehoefte op te vangen en in te spelen op marktontwikkelingen. Daarnaast resulteert de throughput ook in een bepaalde omvang van de uitgifte van verschillende typen schuld op de primaire markt voor schuld van de Nederlandse overheid, en daarmee tot een bepaalde liquiditeit op de secundaire markt, terwijl ook de prikkels voor Primary dealers sturend zijn voor de liquiditeit op de secundaire markt. De portfolio van uitstaande schuld en derivaten resulteert in een renterisico dat binnen de gestelde grenswaarden van het renterisicokader moet liggen, waardoor een beheerst renterisico resulteert.

---

45 Momenteel vindt geen actief derivatenmanagement plaats, aangezien de portfolio is afgebouwd.

Tabel 2.3 Indicatoren eerste orde output

Factor	Indicator	Type	Bronnen
Consistentie	De mate waarin het Agentschap zich houdt aan gecommuniceerde afspraken, zoals het realiseren van doelvolumes	kwalitatief kwalitatief	Data o.b.v. outlook Interviews enquête
	Voorspelbaarheid uitgiftekeuzes	kwalitatief kwalitatief	Data o.b.v. outlook Interviews enquête
Transparantie	De mate waarin het Agentschap transparant is over haar beleid en de kosten van haar beleid	kwalitatief kwalitatief	Data o.b.v. outlook, Interviews enquête
Liquiditeit	De omvang van de feitelijke uitgifte in de verschillende segmenten[46]	kwantitatief kwalitatief	Data uitgifte Interviews
	Het effect van de prikkels voor Primary dealers op de liquiditeit van markten	kwalitatief	Interviews enquête
Flexibiliteit	De mate van flexibiliteit die het Agentschap heeft	kwalitatief	Interviews enquête
Beheerst renterisico	Vallen de realisaties binnen de parameters van het renterisicokader	kwantitatief	Data RRB en looptijd

Bron: SEO Economisch Onderzoek

Tweede orde output

Uit de eerste orde output volgt de tweede orde output:

- De verwachtingen van marktpartijen die tot stand komen als gevolg van het beleid van het agentschap;
- De spread ten opzichte van de risicovrije rente voor zover beïnvloed door de beleidskeuzes van het Agentschap;
- De diepte van de primaire markt die ontstaat door consistentie, transparantie, flexibiliteit en de prikkels voor de primaire dealers;
- De liquiditeit of diepte van de secundaire markt, voor zover beïnvloed door het beleid van het Agentschap;
- Het renterisico in de vorm van de verwachte volatiliteit van de portfolio van uitstaande schuld en derivaten.

Box 2.3 Definitie diepte primaire markt en liquiditeit secundaire markt

De diepte van de primaire markt refereert aan het gemak waarmee schuldpapier in de markt gezet kan worden, de hoeveelheid schuldpapier die de markt kan opnemen zonder dat er een afslag nodig is op de betaalde rente. De liquiditeit van de secundaire markt houdt in het gemak waarmee schuldpapier verkocht kan worden op de secundaire markt, de hoeveelheid schuldpapier die op de secundaire markt verkocht kan worden zonder dat de prijzen hierdoor worden beïnvloed.

46 Bij beoordeling hiervan wordt in gedachten gehouden dat het enige tijd kost voor een obligatie op benchmarkniveau is.

Tabel 2.4 Indicatoren tweede orde output

Factor	Indicator	Type	Bronnen
Verwachtingen	Verwachtingen van marktpartijen over consistentie en transparantie	kwalitatief	Interviews
Spread	Veranderingen in de spread ten opzichte van Duitsland kort na beleidswijzigingen	kwantitatief	Tijdreeksanalyse
Diepte primaire markt	De omvang van de feitelijke uitgifte in de verschillende segmenten	kwantitatief	Data uitgifte
	Feitelijk uitbetaalde beloningen en gebruik non-comp	Kwantitatief	Data outlook
	Visie markt op effect beleid agentschap op vraag primaire markt	kwalitatief	Interviews
Liquiditeit secundaire markt	Visie markt op effect beleid Agentschap op diepte secundaire markt	kwalitatief	Interviews
	Bid-ask spread secundaire markt Nederlandse obligaties t.o.v. andere landen	kwantitatief	Data Bloomberg
	Het handelsvolume als percentage van de uitstaande schuld	kwantitatief	Data Bloomberg
Verwachte volatiliteit rentekosten	Vallen de realisaties binnen de parameters van het renterisicokader	kwantitatief	Data RRB en looptijd

Bron: SEO Economisch Onderzoek

Outcome

De beoogde outcome van het beleid is staatsschuldfinanciering tegen zo laag mogelijke kosten en onder een acceptabel risico voor de begroting. Deze outcome is het beoogde gevolg van de verwachtingen in de markt over het gedrag van het Agentschap, de spread in de markt ten opzichte van de risicovrije rente, de diepte van de primaire en de secundaire markt, de rentekosten van de leningen die uitstaan en de andere financiële instrumenten die het Agentschap heeft ingezet, en de verwachte volatiliteit van de rentekosten gegeven de actuele marktomstandigheden en verwachtingen over toekomstige ontwikkelingen.

Tabel 2.5 Indicatoren outcome

Factor	Indicator	Type	Bronnen
Kosten versus risico	De uitkomsten van backtesting met het uitgiftemodel	kwantitatief	Modelanalyse
	Visie van geïnterviewden of het goedkoper had gekund met hetzelfde risico	kwalitatief	Interviews

Bron: SEO Economisch Onderzoek

Mogelijke neveneffecten

Er zijn mogelijke positieve neveneffecten van de uitgifte van overheidsschuld, doordat er vraag is naar schuldpapier met een laag risico en de overheid een comparatief voordeel heeft ten opzichte van de private sector die dergelijk schuldpapier kan uitgeven. Deze intrinsieke waarde van overheidsschuld wordt in de literatuur geïdentificeerd voor zowel kortetermijnschuldpapier als voor langetermijnschuldpapier. Zie ook onderstaande Box 2.4.

Box 2.4 De intrinsieke waarde van overheidsschuldpapier

Overheidsschuldpapier kent een premie ten opzichte van privaat schuldpapier die ook wel de convenience premie wordt genoemd. Er zijn verschillende redenen voor deze convenience premie. Ten eerste als een veilige asset, een zogeheten 'store of value'. Ten tweede als een liquide en makkelijk verhandelbare bezitting, die in deze zin op geld lijkt. Krishnamurthy en Vissing-Jorgensen (2012)[47] laten zien dat Amerikaanse staatsobligaties voldoen aan de behoefte van beleggers aan handelsliquiditeit en een veilige opslagplaats van waarde, twee van de centrale functies van geld. Ze stellen dat alle Treasuries een aantal van dezelfde kenmerken hebben als geld, namelijk liquiditeit en "absolute zekerheid van nominale terugbetaling". Zij vinden dat deze liquiditeits- en veiligheidskenmerken ertoe leiden dat Treasuries aanzienlijk lagere rendementen hebben dan ze zouden hebben in frictieloze asset pricing modellen - hun schatting van de convenience premium op Treasuries van 1926 tot 2008 is 73 basispunten. Ook suggereren ze dat schatkistpapier met een korte looptijd "veiligheid op de korte termijn", dat wil zeggen absolute stabiliteit van de marktwaarde op de korte termijn biedt, terwijl schatkistpapier met een lange looptijd "veiligheid op de lange termijn" biedt en dat kortlopend en langlopend papier dus geen perfecte substituten zijn.

Greenwood, Hanson en Stein (2015)[48] vinden dat het niveau van de convenience premie hoger is voor kortlopende staatsobligaties. Gorton, Lewellen en Metrick (2012)[49] en Krishnamurthy en Vissing-Jorgensen (2015)[50] laten zien dat privaat uitgegeven veilige activa, waaronder bankschuld en commercial paper, een substituut zijn voor de diensten die worden geleverd door staatsschuld.

Eerder theoretisch werk, met name van Holmstrom en Tirole (1998)[51] legt ook het verband tussen het aanbod van liquide effecten door de overheid en het particuliere aanbod van dergelijke effecten en beargumenteren dat de overheid de welvaart verhoogt door toekomstig inkomen van consumenten te gebruiken voor investeringen nu.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

Ook zijn er positieve neveneffecten van langlopende staatsschuld in de vorm van het creëren van een asset die voorziet in de behoefte van sommige investeerders om inflatierisico te kunnen afdekken, terwijl het creëren van groene obligaties bijdraagt aan het ontstaan van een liquide markt voor groen schuldpapier door het vergroten van het volume, maar ook door het neerleggen van een benchmark voor verantwoording. Een negatief neveneffect van het uitgeven van groene obligaties is dat de markt voor niet-groene obligaties kleiner en mogelijk minder liquide wordt.

Mogelijke negatieve neveneffecten van het uitgeven van staatsschuld kunnen ontstaan als de schuld van een land geconcentreerd raakt bij financiële instellingen van dat land doordat lokale financiële instellingen relatief veel schuldpapier kopen. In dat geval kan er een feedbackloop tussen de kredietwaardigheid van de overheid en die van de financiële instellingen ontstaan op het moment dat één van de twee in financiële problemen komt.

47 Zie The Aggregate Demand for Treasury Debt on JSTOR
48 Zie A Comparative-Advantage Approach to Government Debt Maturity - GREENWOOD - 2015 - The Journal of Finance - Wiley Online Library
49 Zie The Safe-Asset Share - American Economic Association
50 Zie The impact of Treasury supply on financial sector lending and stability - ScienceDirect
51 Zie Private and Public Supply of Liquidity on JSTOR

3 Relevante externe ontwikkelingen

3.1 Overzicht

Gedurende de evaluatieperiode heeft een aantal externe ontwikkelingen plaatsgevonden die van belang zijn voor de periodieke rapportage, omdat zij hetzij de hoeveelheid schuld die gefinancierd moest worden hebben beïnvloed, ofwel de kosten van het financieren van de schuld beïnvloedden, ofwel de risico's op de uitstaande schuld beïnvloedden. Onder relevante risico's vallen zowel de financiële risico's (wat is de onzekerheid over de verwachte rentebetaling), als niet-financiële risico's (bijvoorbeeld wat is de kans dat er bij de uitvoering van aankoop en verkoop iets mis gaat). Onderstaande tabel geeft weer welke externe ontwikkelingen relevant zijn en waarom.

Tabel 3.1 Relevante externe ontwikkelingen

Externe ontwikkeling	Gevolgen voor
COVID	Hoeveelheid schuld, hoogte kosten, onzekerheid rentekosten, inflatie, financiële risico's anders dan renterisico
Artikel 12 Kasbeheer[52]	Hoeveelheid schuld, hoogte rentekosten, onzekerheid rentekosten
Begrotingssaldo[53]	Hoeveelheid schuld, hoogte rentekosten, onzekerheid rentekosten, financiële risico's anders dan renterisico
Renteomgeving	Hoogte kosten, onzekerheid rentekosten
Operationele risico's	Niet-financiële risico's

Bron: SEO Economisch Onderzoek

3.2 COVID

Als gevolg van COVID nam de staatsschuld gedurende de coronacrisis snel toe. Er werd veel extra geld uitgegeven aan coronanood- en steunpakketten, terwijl de uitgaven niet werden verminderd.[54] Daardoor was additionele schulduitgifte door het Agentschap nodig en werd er een groter renterisico gelopen, het uitstaande bedrag nam immers toe. Eind 2019 was de EMU-schuld nog gelijk aan 48.7 procent van het bbp en liep in een jaar op tot 54.5 procent van het bbp.[55] De voorspelling was enige tijd dat Nederland de 60%-grens zou overschrijden.[56]

Om in de additionele financieringsbehoefte te voldoen, is eerst gebruikgemaakt van de geldmarkt (naar beleid van het ministerie van Financiën). De geldmarkt dient historisch gezien als een buffer wanneer er door het jaar heen meer of minder geld nodig is dan begroot. Tijdens de pandemie is er goed gebruikgemaakt van deze buffer.[57] In plaats van alleen 3- en 6-maands programma's is er besloten om ook langer lopende DTCs uit te geven via veilingen,

52 Vanuit het perspectief van de evaluatie van artikel 11 is dit een externe ontwikkeling.

53 Het begrotingssaldo kan vanwege verschillende redenen wijzigen. Bijvoorbeeld beleidswijzigingen in de vorm van intensiveringen, maar ook bijvoorbeeld plotselinge verplichtingen zoals de lening van 25 miljard euro aan TenneT.

54 Corona staatsschuld 2020 - 2022 | Ministerie van Financiën - Rijksoverheid. 24 miljard euro aan additionele schuld is direct terug te linken aan de coronacrisis. De grootste extra kostenpost is de Tijdelijke Noodmaatregel voor Overbrugging Werkgelegenheid (NOW), die 13 miljard euro heeft gekost, zie Coronacrisis stuwt schuld Rijksoverheid naar 379 miljard euro | CBS

55 Kwartaalbericht Q2 2021 | Publicatie | DSTA.nl

56 Kwartaalbericht Q3 2020 | Publicatie | DSTA.nl

57 Outlook 2021 | Publicatie | DSTA.nl

onder andere de 9- en 12-maands. Van maart tot en met juli 2020 namen de kortlopende schulden met euro 43 miljard toe.[58] Door de grote hoeveelheid kortlopende schuld liep de gemiddelde looptijd terug en nam het herfinancieringsrisico toe. Een deel van de extra financieringsbehoefte is gefinancierd op de kapitaalmarkt. Door DSLs driemaal te heropenen en extra tapveilingen toe te voegen is er via deze weg ook 16,8 miljard euro opgehaald voor de steunmaatregelen.[59] Eind 2020 was de daling in bbp kleiner dan verwacht en leken ook de uiteindelijke kosten van het maatregelenpakket minder te zijn. Daarom werden nieuwe DTC-programma's ingetrokken en de tapveilingen afgeschaald naar eens in de twee weken.[60]

Gedurende de coronaperiode bleef de rente op de Nederlandse staatsschuld negatief.[61] Dit is het gevolg van de goede kredietwaardigheid van de Nederlandse overheid en de daaraan gerelateerde flight-to-safety van buitenlandse investeerders waarover hieronder meer.

In de linkerhelft van Figuur 3.1 zijn de yields weergegeven voor staatsobligaties van vijf en tien jaar , waarbij de aanvang van de pandemie met een verticale stippellijn is weergegeven. Te zien is dat de yields voor de coronapandemie negatief waren en dat tijdens de gehele pandemie bleven. Rond 2022, wanneer de economie redelijk hersteld lijkt van de crisis schieten de yields weer omhoog. Dit wordt onder andere ook veroorzaakt door oplopende inflatie en sterk stijgende ECB-rentes als reactie daarop.[62] In de rechterhelft zijn de spreads ten opzichte van Duitsland weergegeven voor een staatsobligatie met een looptijd van tien jaar. De Nederlandse spread lag gedurende het grootste deel van de coronaperiode onder de twintig basispunten en was daarmee het laagst van deze landen.

De stabiele negatieve yield is mede het gevolg van de goede kredietwaardigheid van de Nederlandse overheid en de flight-to-safety van buitenlandse investeerders. Dit effect houdt in dat beleggers in tijden van grote onzekerheid 'vluchten' naar een veilige optie om in te beleggen. Papadamou et al. (2021)[63] laten zien dat er meer in staatsobligaties werd belegd gedurende de pandemie vanwege de hogere zekerheid die deze beleggingen boden. Er is dan ook een stijging te zien van het aantal buitenlandse investeerders dat Nederlandse staatsobligaties aanhoudt. In het tweede kwartaal van 2020 is meer dan 48 procent van de uitstaande staatsobligaties in handen van beleggers uit het buitenland, waar dit aantal in 2021 weer zakt naar 41 procent.[64] Buitenlandse investeerders vormden daarmee een schokabsorbeerder toen in onzekere tijden onverwachts meer schuld uitgegeven moest worden.

58 Coronacrisis stuwt schuld Rijksoverheid naar 379 miljard euro | CBS

59 Nederlandse Staat publiceert uitgiftekalender tweede kwartaal 2020 inclusief extra financiering wegens het coronavirus | Nieuwsbericht | DSTA.nl

60 Kwartaalbericht Q4 2020 | Publicatie | DSTA.nl

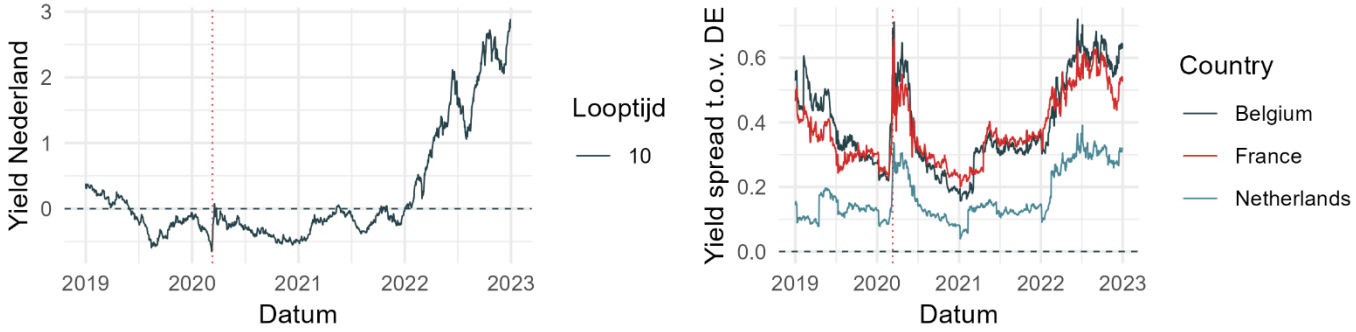
61 Outlook 2021 | Publicatie | DSTA.nl

62 Key ECB interest rates

63 Papadamou, S., Fassas, A. P., Kenourgios, D., & Dimitriou, D. (2021). Flight-to-quality between global stock and bond markets in the COVID era. *Finance Research Letters*, *38*, 101852.

64 Outlook 2022 | Publicatie | DSTA.nl

Figuur 3.1 De yield van Nederlandse staatsobligatie met een looptijd van 10 jaar lag gedurende de coronapandemie onder de 0 procent en steeg in 2022 sterk (links). De Belgische en Franse yield spread t.o.v. Duitsland was hoger dan de Nederlandse



Bron: SEO Economisch Onderzoek o.b.v. data Bloomberg. De rode stippellijn geeft het tijdspunt aan waarin de corona pandemie.

3.3 Artikel 12 Kasbeheer ('schatkistbankieren')

Kasbeheer is relevant omdat het de hoeveelheid te financieren schuld beïnvloedt en omdat het een bron van onzekerheid kan zijn als de instanties die gebruikmaken van schatkistbankieren onverwachts geld nodig hebben. Schatkistbankieren houdt in dat instellingen die een publieke of wettelijke taak uitvoeren hun overtollige liquide middelen op een bankrekening van het Rijk kunnen of moeten aanhouden. De bankrekening waar de overtollige liquide middelen worden aangehouden wordt ook wel de schatkist genoemd. Het overtollige geld blijft in de schatkist totdat de middelen worden besteed. Ook kunnen sommige deelnemers goedkoop lenen.

Het gebruik van de schatkist voorkomt dat er door een overheidsinstelling middelen worden geleend bij de bank, terwijl een andere instelling daar overtollige middelen uit heeft staan. Het onderbrengen van het geld in de schatkist zorgt dus voor een lagere leenbehoefte van de publieke sector. De Staat betaalt de daggeldrente aan deelnemende instellingen over de overtollige liquide middelen van deelnemers. De door de Staat betaalde rente verlaat de publieke sector dus niet. Naast het aanhouden van liquide middelen kunnen sommige deelnemers, onder voorwaarden, deposito's of leningen afsluiten. Deze tegoeden worden dan uitgegeven vanuit de schatkist als deze beschikbaar zijn. Een aantal partijen is verplicht om deel te nemen aan schatkistbankieren, dit zijn sociale fondsen, decentrale overheden, agentschappen, ministeries en sommige rechtspersonen met een wettelijke taak, RWTs. Onderwijsinstellingen en andere overige partijen kunnen vrijwillig gebruikmaken van het schatkistbankieren.

Box 3.1 Toelichting Schatkistbankieren

Schatkistbankieren is een dienst van het ministerie van Financiën aan instellingen die publieke middelen beheren. Artikel 12 van hoofdstuk IX van de rijksbegroting beschrijft het kasbeheer van het Rijk. Bijbehorende wetten zijn vastgelegd in de Comptabiliteitswet 2016. Verdere uitwerking is beschreven in de Regeling schatkistbankieren RWTs en andere rechtspersonen, de Wet financiering decentrale overheden, de Wet financiering sociale verzekeringen en de Zorgverzekeringswet, de Regeling skb decentrale overheden en de Regeling Agentschappen. Het kasbeheer van het Rijk valt onder de verantwoordelijkheid van het ministerie van Financiën. Het kasbeheer is op te splitsen in twee elementen: schatkistbankieren en het betalingsverkeer van het Rijk. De uitvoering van het schatkistbankieren is ondergebracht bij het Agentschap van de Generale Thesaurie.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

Het doel van het schatkistbankieren is in drie delen op te splitsen: reductie van de staatsschuld; doelmatig kasbeheer; en risicoreductie voor het Rijk en de deelnemers. Het schatkistbankieren zorgt ervoor dat deelnemende instellingen hun middelen aanhouden bij het Rijk en dit niet bij externe financiële instellingen doen. Daarnaast draagt schatkistbankieren bij aan doelmatig kasbeheer, het efficiënt en optimaal benutten van het geld, op twee manieren. Allereerst zijn de rentetarieven voor deelnemers gunstiger dan bij andere financiële instellingen. De risicoreductie is gebaseerd op de hoge kredietwaardigheid van de Nederlandse Staat. Door gebruik te maken van schatkistbankieren lopen deelnemers minder kredietrisico dan dat zij bij commerciële partijen zouden lopen.

Het deelnemersaantal voor het schatkistbankieren is toegenomen van 1.113 instellingen in 2020 naar 1.462 in 2024. In Figuur 3.2 is te zien dat het groeiend aantal deelnemende RWTs en derden verantwoordelijk is voor het stijgend aantal deelnemers. Deze groei is te verklaren doordat instellingen in deze groep vrijwillig meedoen. De rentevoordelen hebben afgelopen jaren meer instellingen doen besluiten om aan te sluiten bij het schatkistbankieren. De aantallen van de andere typen instellingen blijven gelijk. Gemeentelijke herindelingen verklaren de lichte afname in decentrale overheden. Een groter aantal deelnemers betekent dat de volatiliteit in opname van de tegoeden afneemt ten opzichte van een situatie met slechts enkele deelnemers.

Het volume van de liquide middelen stijgt van euro 16,1 miljard in 2020 naar euro 84,7 miljard in 2023. Figuur 3.2 laat zien dat sociale fondsen de grootste bijdrage leveren aan de stijging van de totaal aangehouden middelen. De belangrijkste verklarende factor zijn de gestegen premie-inkomsten bij het UWV. De grote bijdrage van één specifieke deelnemer zorgt ervoor dat de volatiliteit van de tegoeden toeneemt ten opzichte van een situatie met een meer gelijkmatige spreiding van tegoeden over deelnemers. Onderbesteding verklaart de toenemende tegoeden van decentrale overheden. Het grotere aantal deelnemers is de voornaamste reden van de stijging van aangehouden middelen van RWTs.

De overheid betaalt een daggeldrente aan de instellingen voor hun overtollige liquide middelen in de schatkist. Met schatkistbankieren leent het Rijk als het ware van de partijen die gebruikmaken van schatkistbankieren. Deze rente is hoger dan de rente die instellingen krijgen bij andere financiële instanties. Het totale rentevoordeel van de deelnemers in 2023 was 2.5 miljard euro.[65] Het gebruik van schatkistbankieren levert dus een groot voordeel op voor de deelnemende instanties.

De overheid loopt een renterisico met het schatkistbankieren. Als de rente op de financiële markten stijgt, zal de daggeldrente die de overheid uitbetaalt ook stijgen. In de afwezigheid van schatkistbankieren zouden publieke instellingen hun middelen aanhouden bij banken. Het Rijk zou dan meer moeten lenen op de financiële markten, waardoor de rentekosten stijgen. Die leningen zouden een andere looptijd hebben dan de looptijd van leningen van de partijen die gebruikmaken van schatkistbankieren. De gemiddelde looptijd van schuldpapier van de Nederlandse overheid ligt immers boven de acht jaar. De gemiddelde looptijd van de tegoeden die met schatkistbankieren worden aangehouden, ligt veel lager. Een risico is dat deelnemers hun aangehouden tegoeden onverwachts snel opnemen. Dit kan voorkomen als de conjunctuur verandert, waardoor sociale fondsen hun tegoeden aanspreken. Dit zou betekenen dat het Rijk onverwachts meer geld moet lenen tegen een langere looptijd om aan haar verplichtingen te voldoen.

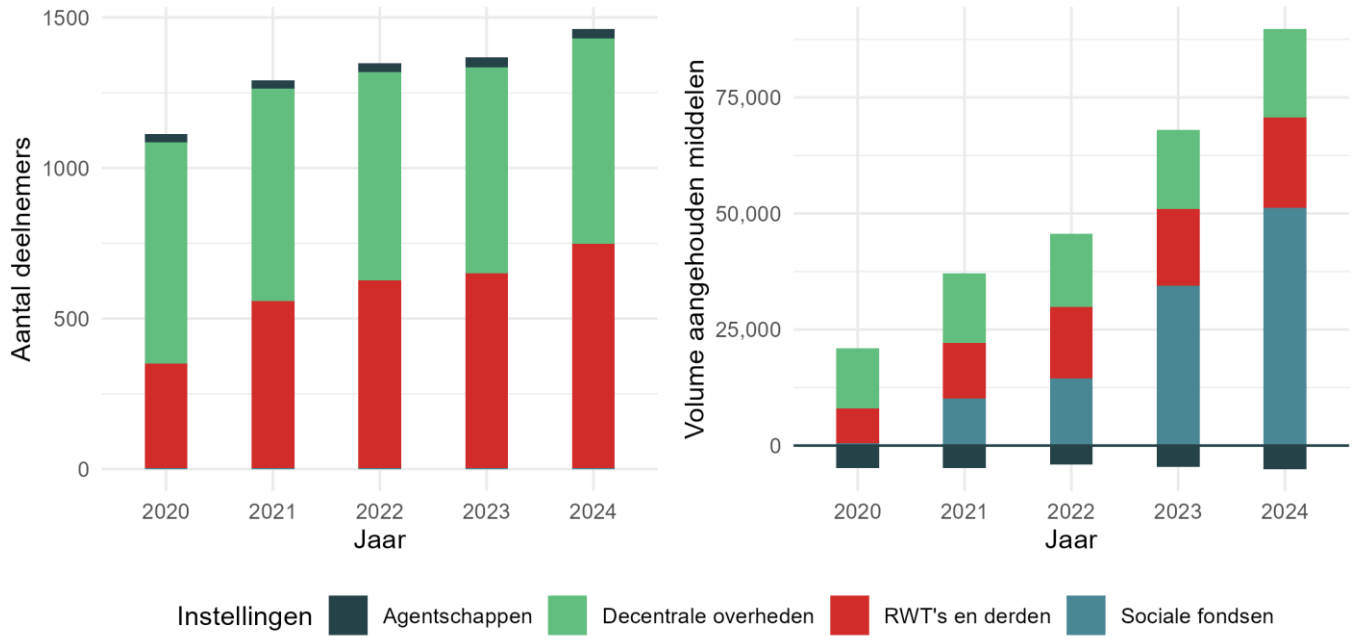
65 Periodieke rapportage Kasbeheer - artikel 12 van hoofdstuk IX (Financiën en nationale schuld) van de Rijksbegroting | Rapport | Rijksoverheid.nl

Tabel 3.2 Kosten en baten van schatkistbankieren

Kosten	Baten
Renterisico door veranderende rentestanden – als de ESTR rente stijgt gaan ook de rentekosten omhoog die naar deelnemers vloeien	Reductie van de hoeveelheid schuldpapier die het Agentschap moet uitgeven
Plotselinge extra financieringsbehoefte als partijen die schatkistbankieren gebruiken hun geld opnemen.[66]	Minder kredietrisico voor de gebruikers van schatkistbankieren
Kosten voor beheer door ministerie van Financiën	Eenvoudig in gebruik van de gebruikers van schatkistbankieren
	Centraal kasbeheer van de overheid
	Risicoreductie Rijk en deelnemers

Bron: SEO Economisch Onderzoek

Figuur 3.2 Het groeiend aantal RWTs en derden is de oorzaak van het toenemend aantal deelnemers aan het schatkistbankieren. Het volume aangehouden middelen per instelling groeit over de jaren het hardst voor de sociale fondsen. Voor agentschappen staan er meer leningen uit dan dat er liquide middelen op staan



Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van data Agentschap

Uit de gesprekken met de Belgische DMO en de Duitse DMO komt naar voren dat deze landen vergelijkbare systemen van schatkistbankieren hanteren. De ratio voor een dergelijk systeem is in die landen hetzelfde als in Nederland: reductie van de staatsschuld, risicoreductie voor deelnemers en centraal kasbeheer. De precieze details van de systemen hebben we niet kunnen achterhalen, maar uit de gesprekken komen verschillen naar voren in de omvang van de budgetten die ermee gemoeid zijn en het al dan niet bestaan van een verplichting voor deelnemers.

66 Deelnemers kunnen niet zomaar al hun middelen opnemen vanwege verplichte deelname voor een aantal deelnemers, de intradaglimiet voor het opnemen van tegoeden en de doorlooptijd van zes maanden voor uittreding van vrijwillige deelnemers.

Deze verschillen zijn terug te voeren op de federale structuur in het geval van België en wetgeving in het geval van Duitsland. In Duitsland heeft er een interne discussie plaatsgevonden over de risico's die gepaard gaan met schatkistbankieren. Deze heeft niet tot wijziging van het beleid geleid.

3.4 Veranderende uitgaven en inkomsten

Een belangrijke externe factor die van invloed is op de omvang van de financieringsbehoefte van het Rijk en daarmee op de kosten en het risico van de staatsschuld zijn veranderende uitgaven en inkomsten die gevolgen hebben voor het tekort of overschot op de rijksbegroting. Er is een aantal oorzaken van veranderende uitgaven en inkomsten te onderscheiden.

Conjunctuur

In 2019 zat Nederland in een hoogconjunctuur. Het arbeidsaanbod en de werkgelegenheid namen beide toe. Verder was de werkloosheid historisch laag. In dat jaar was wel een afzwakking te zien van de groei van het bbp ten opzichte van de jaren hiervoor.[67] Dit betekent dat het land zich wel aan het eind van de hoogconjunctuur bevond. Door de coronacrisis sloeg de hoogconjunctuur om in een laagconjunctuur.[68] De pandemie had ook impact op het consumenten- en producentenvertrouwen, die de grootste daling ooit lieten zien. Verder nam ook het aantal faillissementen toe. Door een groot aantal steunmaatregelen bleef de werkgelegenheid redelijk stabiel. In 2021 herstelde de Nederlandse economie weer gedeeltelijk. De groei zette door in 2022 en was gelijk aan 2.6 procent in dit eerste kwartaal [69] In juni 2022 kantelde het conjunctuurbeeld weer door de oorlog in Oekraïne.[70] De laagconjunctuur bleef in 2023. In de periode hierna (tot maart 2024) maakte de conjunctuur-indicator weer een beweging opwaarts. [71]

Oorlog in Oekraïne

De oorlog in Oekraïne heeft grote invloed gehad op de Nederlandse economie. Het effect van de inval op de Nederlandse economie via directe blootstelling (handel met en investeringen in Oekraïne) is klein, maar indirect heeft het gezorgd voor onzekerheid, hogere rentestanden en hoge energieprijzen in Nederland. Ondanks dat Rusland geen grote handelspartner is van Nederland, namelijk 3 procent van de totale Nederlandse handel, heeft de oorlog wel gevolgen gehad voor de internationale prijzen van gas en olie en daarnaast van een aantal metalen.[72] Verder heeft de oorlog een indirect effect op de Nederlandse economie aangezien deze invloed heeft op wereldwijde aanbodketens en Nederland een open handelseconomie heeft.[73]

Daarnaast heeft de oorlog directe impact op de Nederlandse uitgaven. De kosten van Defensie gaan bijvoorbeeld omhoog. Verder zijn huishoudens gecompenseerd voor de hogere energieprijzen, die door de oorlog zijn ontstaan. In mei 2022 zijn deze extra kosten in de begroting opgenomen. Er was geen effect op het uiteindelijke resultaat aangezien de kosten werden gecompenseerd door andere meevallers.[74] In het derde kwartaal van 2022 begon de

67 De Nederlandse economie | Ministerie van Financiën - Rijksoverheid
68 Economie in laagconjunctuur | CBS
69 Outlook 2023 | Publicatie | DSTA.nl
70 Conjunctuurbeeld 2023| CBS
71 Zie DNB-conjunctuurindicator | De Nederlandsche Bank
72 Analyse van de internationale handelssancties tegen Rusland
73 Kwartaalbericht Q2 2022 | Publicatie | DSTA.nl
74 Kwartaalbericht Q3 2022 | Publicatie | DSTA.nl

hoge inflatie, die deels is veroorzaakt door de oorlog in Oekraïne, impact te hebben op de Nederlandse economie die met 0.2 procent kromp.[75]

Afwijkingen tussen gebudgetteerde en gerealiseerde tekorten

Afwijkingen tussen het gebudgetteerde kastekort (waar het financieringsplan op wordt gebaseerd) en gerealiseerde kastekort (datgene wat daadwerkelijk wordt uitgeven) kunnen het risico en de kosten van het financieren van de staatsschuld verhogen. Het Agentschap vangt afwijkingen van het kassaldo in eerste instantie op door meer of minder op te halen op de geldmarkt. Bij groter dan verwachte tekorten kan de looptijd van de schuld dalen en het renterisicobedrag stijgen. Bij kleiner dan verwachte tekorten kan de looptijd oplopen. Dit leidt tot veranderingen in het risico en de kosten. Sinds 2016 neemt de onderuitputting van de rijksbegroting relatief en absoluut toe.[76] Achterliggend zijn enkele oorzaken te identificeren. Ongeveer 60 procent hiervan wordt verklaard door corona en de oorlog in Oekraïne, die voor onvoorspelbare afwijkingen zorgden. De overige 40 procent wordt veroorzaakt door: onderschatting van de inkomsten uit de vennootschapsbelasting, het gebruik van expert judgement bij de inkomstenraming, onderuitputting en kasschuiven en de raming van het EMU-saldo van de decentrale overheden en de gevolgen van meer en hogere specifieke uitkeringen van het Rijk aan decentrale overheden.[77] Niet al deze factoren hebben overigens impact op het kastekort. Zo heeft de raming van het EMU-saldo van decentrale overheden geen gevolgen voor het kastekort.

Politieke keuzes

Politieke keuzes die uitgaven of inkomsten beïnvloeden, denk aan intensiveringen, bezuinigingen of wijzigingen in belastingen, kunnen ertoe leiden dat de financieringsbehoefte verandert. Ook regels en afspraken die het tekort of de wijze van begroting begrenzen, zoals Europese begrotingsvoorschriften en het trendmatig begrotingsbeleid dat Nederland hanteert, kunnen doorwerken in de financieringsbehoefte. [78]

3.5 Renteomgeving

De hoogte van de rentecurve voor staatsobligaties op financiële markten is een belangrijke determinant van de kosten van de uitgifte van staatsschuld. Ook bepaalt de steilheid van de rentecurve hoe de kosten van uitgifte en het herfinancieringsrisico afhangen van het looptijdprofiel van de schuld. Schuldpapier met een kortere looptijd vraagt immers meestal een lagere rente dan schuld met een langere looptijd, maar brengt een hoger herfinancieringsrisico met zich mee. Een relatief vlakke rentecurve vermindert dit kostenvoordeel van een kortere looptijd. De rentecurve wordt door diverse factoren beïnvloed.

Kwaliteit van de Nederlandse economie

Ten eerste beïnvloeden de economische en institutionele fundamenten van de Nederlandse economie de hoogte van de betaalde rente. Hieronder vallen de schuldpositie van Nederland, verwachte tekorten, maar ook de kwaliteit van instituties en de voorspelbaarheid van het economische beleid. Om een indicatie te krijgen van de factoren die een rol spelen kan gekeken worden naar de aspecten waar kredietbeoordelingsagentschappen naar kijken bij het beoordelen van de kredietwaardigheid van een land. Factoren die genoemd worden zijn bijvoorbeeld: politieke en

---

75 Outlook 2023 | Publicatie | DSTA.nl

76 Zie https://www.rijksfinancien.nl/miljoenennota/2024/2153097

77 Zie Op drift of op koers? Analyses en aanbevelingen om beter te ramen en begroten

78 Dit houdt in dat er als onderdeel van iedere kabinetsformatie een inkomstenkader (te heffen belastingen en premies) en uitgavenkader (jaarlijkse uitgaven) wordt bepaald aan de hand van de economische trend zoals vastgesteld in de Middellangetermijnverkenning van het CPB, zie Wet houdbare overheidsfinanciën

economische risico's, indicatoren als de verhouding tussen schuld en bbp, de betalingsbalans die vertelt hoe import en export zich tot elkaar verhouden, de mate waarin er toegang is tot financieringsmarkten etc.[79]

Monetair beleid

Het monetair beleid van de ECB en de verwachtingen over dat beleid beïnvloeden via diverse transmissiekanalen de rentes op financiële markten en daarmee de kosten van uitgifte van staatsschuld. Onder het monetaire beleid vallen ook aankoopprogramma's van centrale banken die de vraag naar obligaties direct beïnvloeden, zoals het Asset Purchase Programme (APP) sinds 2014, het Public Sector Purchase Programme (PSPP) sinds 2015 en het Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) sinds 2020.[80]

Regelgeving op financiële markten

Ten derde kan regelgeving op financiële markten van invloed zijn op vraag op de financiële markten. Zo kan regulering van de leverage ratio en andere kapitaalratio's en de weging van overheidsschuld daarin de capaciteit van banken beïnvloeden om dergelijk schuldpapier op de balans te houden. Specifiek voor Nederland kan de Wet Toekomst Pensioenen (WTP) gevolgen hebben voor de vraag van pensioenfondsen naar staatsobligaties.[81] De WTP beïnvloedt de noodzaak om risico's af te dekken omdat deze in grotere mate bij de pensioendeelnemers terechtkomen. Ook de samenstelling van beleggingen ten behoeve van pensioenen kan verschuiven waardoor de vraag naar staatsobligaties afneemt.

Beleid buitenlandse agentschappen

Tot slot kan ook het beleid van buitenlandse Agentschappen invloed hebben op de kosten van financiering van overheidsschuld, doordat ze het aanbod beïnvloeden of de verwachtingen in de markt. Empirisch onderzoek laat zien dat dit inderdaad het geval is (Beetsma et al. 2020).[82] Het Agentschap probeert hiermee rekening te houden bij haar uitgiftebeleid.

Oorlog Oekraïne

Het uitbreken van de oorlog is ook te merken op de aandelenmarkt. Door onzekerheid over de toekomst gaan mensen op zoek naar een veiligere manier om te beleggen, bijvoorbeeld in Nederlandse staatsobligaties, waardoor de Nederlandse kapitaalmarktrente daalt. De onzekerheid wordt voornamelijk bepaald door zorgen over bredere economische gevolgen door de oorlog. [83]

---

79 Zie bijvoorbeeld Rating the Raters of Country Creditworthiness - Finance & Development - March 1997 - Nadeem Ul Haque, Donald Mathieson, and Nelson Mark

80 Asset purchases: from crisis to recovery (europa.eu)

81 QSA.Q.N.NL.W2.S129.S13.N.A.LE.F3.L._Z.XDC._T.S.V.N._T | ECB Data Portal (europa.eu)

82 Determinants of the bid-to-cover ratio in Eurozone sovereign debt auctions – Tilburg University Research Portal. Er is geen significant effect voor Nederland.

83 Economische gevolgen van de oorlog in Oekraïne | De Nederlandsche Bank

3.6 Risico van cyberaanvallen

Operationele risico's zijn ondergebracht in de volgende categorieën: interne fraude; externe fraude; personeel en veiligheid; klanten, producten en handelspraktijken; continuïteit bedrijfsprocessen; executie en proces; informatietechnologie. Om deze risico's te managen heeft het Agentschap een ORM-beleid. Onderdeel van dat beleid is onder meer een kwartaalrapportage aan het MT waarin de belangrijkste risico's alsmede preventieve en mitigerende maatregelen worden besproken.

Een relevante verandering is het toegenomen risico van cyberaanvallen sinds de start van de oorlog in Oekraïne.[84] Rusland heeft geavanceerde cybercapaciteiten. In het verleden zijn deze capaciteiten ook ingezet, zo blijkt uit de NotPetya-aanval in 2017 en de poging om Nederlandse ministeries te hacken in 2018. Ook hebben verschillende (cyber)securitybedrijven en (internationale) overheidsinstanties, waaronder de FCA, de ECB en de Amerikaanse inlichtingendiensten, gewaarschuwd dat directe gevolgen in termen van toegenomen cybersecurity voor westerse financiële instellingen mogelijk zijn.

Bij het Agentschap loopt een aantal trajecten op het vlak van bewustwording, procesafspraken over communicatie met de buitenwereld bij incidenten, investeringen in cybersecurity en inrichten van een proces voor het *business-continuity management* (BCM). Deze vallen onder het bredere operationele risico.

84 Zie https://www.dnb.nl/media/ol5cqelq/dnbanalyse-economische-gevolgen-van-de-oorlog-in-oekra%C3%AFne_16-mrt.pdf

4 Internationale vergelijking

4.1 Introductie

Het doel van de internationale vergelijking is om het beleid van het Agentschap in breder perspectief te beoordelen en om lessen te trekken uit andere landen. Hierbij analyseren wij marktuitkomsten en het beleid van de Agentschappen bij de volgende thema's:

- Flexibiliteit en transparantie;
- Bijzondere obligaties;
- Renterisicokader;
- Liquiditeit;
- Reactie op COVID-19.

Wij vergelijken Nederland met België, Duitsland, Finland, Frankrijk, Ierland, Italië, Oostenrijk, Spanje en Portugal. Tabel 4.1 beschrijft enkele kengetallen voor deze landen. Nederland had in 2024Q3 samen met Ierland de laagste staatsschuld met 42 procent van het bbp. De verwachte kapitaalmarktuitgifte in 2025 relatief naar bbp is voor Nederland 3,5 procent en dat is ook aan de onderkant van de verdeling. Alleen Ierland verwacht tussen de 1,1 en 1,9 procent van het bbp aan kapitaalmarktuitgiftes te doen. De rentes op 10-jaars staatsobligaties van deze landen zitten in de bandbreedte van 2,25 en 3,48 procent. Nederland heeft na Duitsland de laagste rente, maar is daarin vergelijkbaar met Ierland, Oostenrijk, Portugal en Finland. De liquiditeit van de 10-jaars staatsobligaties meten we met de bid-ask spread, waar een lagere bid-ask spread duidt op hogere liquiditeit. Hier is duidelijk dat de omvang van de landen belangrijk is voor de liquiditeit, de bid-ask spread is namelijk het laagst voor Spanje, Italië, Frankrijk en Duitsland. Daarnaast is het bestaan van een futures markt een belangrijke factor die bijdraagt aan liquiditeit. Of een dergelijke markt wel of niet bestaat is overigens weer gerelateerd aan de omvang van de secundaire markt. Nederland is vergelijkbaar met Finland en België qua liquiditeit in 2024Q4.

Tabel 4.1 Kengetallen financiering staatsschuld

Land	Staatsschuldquote (% van BBP) 2024 Q3	Verwachte kapitaalmarkt-uitgifte 2025 (mrd. euro)	Verwachte kapitaalmarkt-uitgifte 2025 relatief naar BBP 2024	Rente op 10-jaarsobligatie (gem. 2024Q4	Bid-ask spread 10-jaarsobligatie (gem. 2024Q4, basispunten)
Nederland	42%	40	3,5%	2,50 %	0,86
België	106%	45	7,3%	2,84 %	0,92
Duitsland	62%	248	5,8%	2,25 %	0,29
Finland	82%	22	8,0%	2,72 %	0,89
Frankrijk	114%	300	10,3%	3,02 %	0,25
Ierland	42%	6-10	1,1%-1,9%	2,57 %	1,04
Italië	136%	330-350	15,1%-16,0%	3,48 %	0,28
Oostenrijk	83%	43-47	8,9%-9,8%	2,70 %	1,56

Land	Staatsschuldquote (% van BBP) 2024 Q3	Verwachte kapitaalmarkt-uitgifte 2025 (mrd. euro)	Verwachte kapitaalmarkt-uitgifte 2025 relatief naar BBP 2024	Rente op 10-jaarsobligatie (gem. 2024Q4	Bid-ask spread 10-jaarsobligatie (gem. 2024Q4, basispunten)
Portugal	98%	21	7,4%	2,71 %	1,53
Spanje	104%	55	3,5%	2,96 %	0,24

Bron: Bloomberg (rente en bid-ask spread), Eurostat (staatsschuldquote) en publicaties Agentschappen van verschillende landen (verwachte kapitaalmarktuitgifte), bewerking door SEO Economisch Onderzoek. Rangorde qua bid-ask spread is hetzelfde in 2024Q3.

4.2 Flexibiliteit en transparantie

Tabel 4.2 vat de vergelijking op het gebied van flexibiliteit en transparantie samen. Onderstaande paragraaf geeft de toelichting hierbij.

Tabel 4.2 Vergelijking flexibiliteit en transparantie

Land	Flexibiliteit uitgiftebeleid	Flexibiliteit uitgiftekalender	Transparantie uitgiftekalender
Nederland	Enigszins flexibel	Enigszins flexibel	Gedetailleerd
België	Enigszins flexibel	Enigszins flexibel	Beperkt gedetailleerd
Duitsland	Niet flexibel	Niet flexibel	Zeer gedetailleerd
Finland	Enigszins flexibel	Enigszins flexibel	Gedetailleerd
Frankrijk	Zeer flexibel	Zeer flexibel	Beperkt gedetailleerd
Ierland	Zeer flexibel	Zeer flexibel	Beperkt gedetailleerd
Italië	Flexibel	Zeer flexibel	Beperkt gedetailleerd
Oostenrijk	Flexibel	Enigszins flexibel	Gedetailleerd
Portugal	Zeer flexibel	Zeer flexibel	Gedetailleerd
Spanje	Enigszins flexibel	Enigszins flexibel	Beperkt gedetailleerd

Bron: Beoordeling SEO Economisch Onderzoek o.b.v. deskresearch

Vergelijking

Nederland publiceert jaarlijks in december de Outlook voor het komende jaar, met daarin de hoofdlijnen van de financieringsplannen. Daarnaast publiceert Nederland kort voor de start van een nieuw kwartaal de kalender voor de geplande kapitaalmarktuitgiften en geldmarktuitgiften met veiling- en afwikkelingsdata van uitgiften en de typen uitgiften. Deze uitgiftekalender bevat een zekere mate van flexibiliteit. Nederland laat bijvoorbeeld de looptijd van een te veilen obligatie voor een bepaald bedrag op de kapitaalmarkt nog onbepaald om zo flexibel in te spelen op de marktvraag en voldoende vraag en een goede prijs te kunnen behouden door een voldoende volume te garanderen. Bovendien behoudt het Agentschap een zekere mate van flexibiliteit door de veilingkalender van DTC-uitgiften voorafgaand aan het kwartaal aan te passen op basis van marktontwikkelingen. De kalender voor de kapitaalmarktuitgiften bevat ook streefvolumes. Aanpassingen aan de kalender worden op tijd door het Agentschap aangekondigd, en uiterlijk op de woensdag voorafgaand aan de veiling.

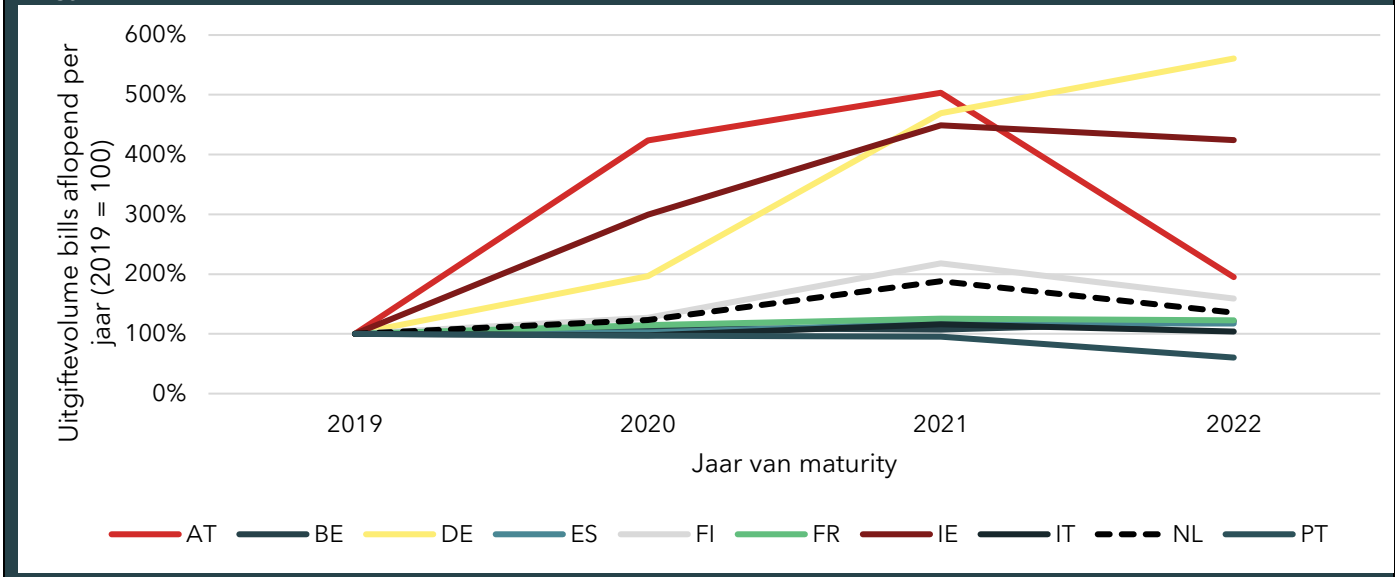
Duitsland heeft een hogere mate van voorspelbaarheid en transparantie in de uitgiftekalender dan Nederland. Het Duitse Agentschap publiceert jaarlijks een gedetailleerde uitgiftenkalender. Aan de hand hiervan wil de Duitse overheid de geplande uitgifte zoveel mogelijk uitvoeren. Dit komt omdat zij veel belang hechten aan het bieden van een betrouwbare leidraad aan marktdeelnemers voor hun investeringsbeslissingen. De uitgiftekalenders bevatten meer zekerheden en minder flexibiliteit in vergelijking met Nederland, alhoewel ze een mate van flexibiliteit behouden om in te kunnen spelen op crisissituaties.

Nederland heeft echter een hoge mate van voorspelbaarheid en transparantie van veilingen in vergelijking met België, Ierland, Italië, Frankrijk en Spanje. Deze landen geven namelijk bijvoorbeeld helemaal geen streefbedragen voor de veilingdata (Italië) of pas op zeer korte termijn (Ierland). Daarnaast heeft België bijvoorbeeld de mogelijkheid om een veiling te annuleren en te vervangen door een syndicatie. Portugal schept een wisselend beeld en publiceert een relatief gedetailleerde kwartaalkalender inclusief indicatieve streefbedragen voor het schatkistpapier maar laat veel details weg in de veilingkalender voor staatsobligaties.

Box 4.1 Uitgiften kortlopende schulden als reactie op COVID-19

Europese landen hebben de toegenomen financieringsbehoefte ten tijde van COVID opgevangen door het uitgiftevolume van kortlopende staatsschuld (bills, looptijd korter dan één jaar) te verhogen).[85] De Nederlandse bills die in 2021 afliepen, hadden een dubbel zo hoog uitgiftevolume dan de bills die in 2020 afliepen. De keuze voor looptijd is hier relevant. Als een land in 2020 schuld met een looptijd van één jaar heeft uitgegeven, dan staat het volledige uitgiftevolume in 2021 geregistreerd. Als een land kiest voor kortere looptijden, bijvoorbeeld drie of zes maanden, dan is een deel van het uitgiftevolume ook al in 2020 geregistreerd. Dit lijkt het geval voor Oostenrijk, Ierland en Duitsland. Finland is vergelijkbaar met Nederland. Spanje, Italië, Frankrijk, Italië en Portugal hebben het uitgiftevolume van de bills vrij constant gehouden en de toegenomen financieringsbehoefte in het obligatieprogramma opgevangen. Dit toont aan dat Nederland tijdens COVID goed gebruik heeft kunnen maken van de flexibiliteit van het DTC-programma.

Nederland heeft toegenomen financieringsbehoefte ten tijde van COVID opgevangen door verdubbeling uitgiftevolume DTCs.



Bron: Bloomberg, bewerking SEO Economisch Onderzoek. Totale uitgiftevolume in bills per jaar dat de bills aflopen. Dit hoeft niet noodzakelijk het jaar van uitgifte te zijn, omdat bills ook een looptijd van 1 jaar kunnen hebben. Dan is het jaar van uitgifte in het voorgaande jaar. Indien het een bill is met een looptijd van drie maanden, dan is het uitgiftejaar vaak wel gelijk aan het jaar van maturity. De uitgiftedata zijn niet te onderscheiden in de data, de figuur geeft dus een gemengd beeld.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

Finland en Oostenrijk zijn vergelijkbaar met Nederland wat betreft de voorspelbaarheid en transparantie. Beide landen publiceren veilingdata per kwartaal inclusief streefvolumes. Het Finse Agentschap publiceert zelfs het streefvolume van hun geldmarktuitgiften. Nederland is hierin nog iets wisselender qua aanpak en geeft nog iets vaker de voorkeur aan flexibiliteit door de streefvolumes van sommige kapitaalmarktuitgiften pas op een later moment te publiceren.

Lessen voor Nederland

Binnen deze groep Europese landen scoort Nederland hoog qua voorspelbaarheid en transparantie. Marktpartijen geven aan dit ook te waarderen in Nederland. Duitsland is voorspelbaarder in het uitgiftebeleid, maar in ruil hiervoor is Nederland iets flexibeler. Buitenlandse agentschappen geven aan dat voorspelbaarheid en flexibiliteit elkaar tot op zekere hoogte niet hoeven tegen te werken. Een land kan én voorspelbaar zijn én een mate van

[85] Een vergelijkbare analyse van uitgegeven obligaties is complexer omdat de uitgiftedatum niet bekend is, alleen de datum dat de obligatie afloopt. Omdat hier bij obligaties enkele jaren tussen zitten, zijn de obligaties niet goed aan uitgiften in coronajaren te koppelen. Daarmee is niet inzichtelijk te maken hoeveel extra schuld is uitgegeven om aan de verhoogde financieringsbehoefte te voldoen.

flexibiliteit in het beleid inbouwen. Nederland lijkt in deze vergelijking die balans te hebben gevonden. Nederland is ook zeer transparant over het uitgiftebeleid in vergelijking met andere landen.

4.3 Bijzondere obligaties

De andere landen gebruiken meer verschillende bijzondere obligaties dan Nederland, zie Tabel 4.3.

Tabel 4.3 Vergelijking bijzondere obligatieleningen

Land	Groene obligaties	Obligaties met zeer lange looptijd	Inflatie-gelinkte obligaties	Retailobligaties
Nederland	Ja	Nee	Nee	Nee
België	Ja	Ja (50 jaar)	Nee	Ja
Duitsland	Ja	Nee	Nee (gestopt in 2024)	Nee
Finland	Nee	Nee	Nee	Nee
Frankrijk	Ja	Ja (50 jaar)	Ja	Nee
Ierland	Ja	Ja (100 jaar)	Nee	Ja
Italië	Ja	Ja (50 jaar)	Ja	Ja
Oostenrijk	Ja	Ja (100 jaar)	Nee	Ja
Portugal	Nee	Nee	Nee	Ja
Spanje	Ja	Nee	Ja	Ja

Bron: SEO Economisch Onderzoek

Box 4.2 Inflatie-gelinkte obligaties en retailobligaties

Inflatie-gelinkte obligaties zijn obligaties die gekoppeld zitten aan een inflatie-index. Ze bieden beleggers bescherming tegen de koopkrachtvermindering die inflatie veroorzaakt. Pensioenfondsen willen graag inflatie-gelinkte obligaties omdat dit dus helpt om de dekkingsgraad stabiel te houden bij inflatieschommelingen. Hierdoor blijft de koopkracht van de pensioenen behouden.

Het oorspronkelijke idee van inflatie-gelinkte obligaties was dat deze obligaties geen inflatierisicopremie zouden bevatten en dat daardoor de premie voor deze obligaties lager zou zijn. In de praktijk blijkt echter dat inflation-linked obligaties minder liquide zijn dan gewone staatsobligaties, waardoor beleggers een hogere liquiditeitspremie vragen. Deze premie is in veel gevallen groter dan de besparing op de inflatierisicopremie, waardoor inflatie-gelinkte obligaties voor overheden duurder kunnen uitvallen dan nominale obligaties.[86]

De Verenigde Staten, Denemarken en Frankrijk zijn voorbeelden van landen waar op dit moment inflatie-gelinkte obligaties worden uitgegeven. De Verenigde Staten heeft de grootste inflatie-gelinkte obligatiemarkt wereldwijd (omgerekend in euro's ongeveer 2.000 miljard). Het is ook verreweg de meest liquide inflatie-gelinkte obligatiemarkt, maar nog steeds blijft de liquiditeit hiervan achter op de markt van andere obligaties.[87] Frankrijk is de grootste en meest actieve uitgever van inflatie-gelinkte obligaties in de Europese Unie en heeft een totaal bedrag uitstaan van 230 miljard euro.[88] De obligaties zijn opgedeeld in twee soorten: de ene groep is gelinkt aan de Franse inflatie en het andere deel aan de geharmoniseerde Europese consumentenprijs index (HICP). In Denemarken is het beleid dat elke vier jaar een nieuwe inflatie-gelinkte obligatie wordt uitgegeven en het doel is om tussen de 40-60 miljard Deense kronen (ongeveer tussen de 5,5 en 8 miljard euro) aan obligaties uit te hebben staan.[89] De markt is hier dus wel actief, maar beperkt van omvang vergeleken met andere landen.

Een ander soort obligaties zijn retailobligaties. Retailobligaties worden specifiek uitgegeven voor particuliere beleggers. Ze hebben vaak een lagere minimuminleg, waardoor ze toegankelijker zijn voor particulieren. Retailobligaties worden vaak verhandeld op de beurs en bieden vaste of variabele rentevergoedingen. Retailobligaties bieden de kans om financiering aan te trekken bij burgers, zo kan de schuldpositie gespreid worden over meer financiers. Ook kan de betrokkenheid van burgers bij het overheidsbeleid vergroot worden. Aan de andere kant zijn er hogere uitgiftekosten en is het stelsel complexer dan voor andere obligaties. Ook betreft het veelal financiering op een relatief kleine schaal. Tot slot zijn er nadelen doordat er spaargeld bij banken weg kan vloeien.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

Vergelijking

Nederland geeft, naast hun standaard schulduitgiftes, sinds 2019 ook een groene obligatie uit. De uitgifte van deze groene obligatie kwam neer op een bedrag van 4,2 miljard euro in 2024. Daarnaast is de langstlopende obligatie van het Nederlandse Agentschap in de afgelopen vijf jaar een 30-jarige obligatie.[90] Nederland geeft geen retail- of inflatiegekoppelde obligaties of obligaties met een looptijd van 50 jaar of langer uit.

België, Frankrijk, Ierland, Italië en Oostenrijk geven wel obligaties uit met een looptijd langer dan 30 jaar. Uit interviews blijkt dat voornamelijk de lage of zelfs negatieve rente doorslaggevend was in het uitgeven van deze obligaties. Met een zeer lange looptijd ligt de lagere rente voor langere tijd vast. Daarnaast kan het voor investeerders een aantrekkelijke obligatie zijn omdat deze obligaties gevoeliger zijn voor de rente en daarmee potentieel interessante winsten kunnen opleveren. Oostenrijk heeft begin 2025 1,25 miljard euro extra opgehaald met een heropening van een 100-jaarsobligatie.

---

86 Auckenthaler, J., Kupfer, A., & Sendlhofer, R. (2015). The impact of liquidity on inflation-linked bonds: A hypothetical indexed bonds approach. The North American Journal of Economics and Finance, 32, 139-154.

87 Martin M Andreasen, Jens H E Christensen, Simon Riddell, The TIPS Liquidity Premium, *Review of Finance*, Volume 25, Issue 6, November 2021, Pages 1639–1675, https://doi.org/10.1093/rof/rfab018

88 OAT€i debt outstanding | Agence France Trésor en OATi debt outstanding | Agence France Trésor

89 central-government-borrowing-strategy-2025.pdf

90 In de praktijk kan deze obligatie een looptijd van 31 jaar hebben bij uitgifte, maar worden ze verder een 30-jaarsobligatie genoemd.

Frankrijk, Italië en Spanje geven inflatiegelinkte obligaties uit. De omvang van deze obligaties is aanzienlijk. In Frankrijk is in 2023 24,5 miljard euro uitgegeven en in Spanje 10,4 miljard euro. Duitsland is daar in 2024 mee gestopt. In het algemeen geeft men inflatiegelinkte obligaties uit om een product in de markt te creëren waarmee investeerders zich kunnen beschermen tegen het risico van inflatie. De hoofdsom en rentebetalingen stijgen of dalen dan mee met de inflatie.[91] Marktpartijen betalen dan een premie voor deze verzekering in de vorm van een lagere rentevergoeding. De overheid is de enige partij die geloofwaardig een dergelijke verzekering kan aanbieden.

Landen kiezen ervoor om een retailobligatie uit te geven om daarmee geld bij particulieren op te halen of als alternatief voor lage spaarrentes bij banken. België heeft al een lange tijd een retailobligatieprogramma, met wisselend succes. Tijdens de schuldencrisis in 2011 heeft België een Staatsbons met een looptijd van drie jaar uitgegeven en daarmee 5,7 miljard euro opgehaald. De Staatsbons wordt in België ingezet om privaat vermogen in te schakelen voor de financiering van de staatsschuld. In 2023 is een Staatsbons met een looptijd van één jaar uitgegeven en daarmee is 22 miljard euro opgehaald. Dit ging ook gepaard met een belastingvoordeel. De 1-jaars Staatsbons uitgegeven in 2024 resulteerde in ca. 400 – 480 miljoen euro. België kiest ervoor om dit programma in stand te houden, ondanks soms tegenvallende resultaten qua opgehaald volume, zodat het in een crisistijd geld kan ophalen bij particulieren.

Alleen Finland en Portugal geven geen groene obligaties uit, de andere landen wel. In het geval van Finland is de reden hiervoor dat de financieringsbehoefte te laag is om voor zowel de reguliere als voor de groene obligaties een liquide curve te onderhouden. Door alleen de reguliere staatsobligaties uit te geven, concentreert de liquiditeit zich daar in plaats van te verspreiden over twee producten. Daarnaast willen zij zich wel als 'groene issuer' profileren door informatie te verstrekken over 'groen overheidsbeleid' i.p.v. het uitgeven van groene obligaties. Duitsland zorgt voor een liquide curve door een *twin bond*-programma. Elke reguliere obligatie heeft een "groene tweeling". Door deze aanpak hebben ze een markt voor groene obligaties weten te creëren met een volledige curve. De financieringsbehoefte van een land moet dan wel voldoende zijn om genoeg twin bonds uit te geven en voldoende liquiditeit in de groene twin bond te behouden.

De meeste landen baseren hun raamwerk op de Green Bond Principles van de International Capital Market Association, de EU taxonomie en de Sustainable Development Goals (SDGs) van de Verenigde Naties voor de groene obligaties (zie onderstaande tabel). In sommige landen combineert men dit met het 'Do No Significant Harm' criterium van de EU Taxonomie. In Frankrijk is een gunstige of neutrale beoordeling van de 'Groene Begroting (Budget Vert)' vereist. Ierland noemt ook specifiek dat uitgaven moeten bijdragen aan de transitie naar een koolstofarme, klimaatbestendige en ecologische duurzame economie. De landen verschillen in de voorwaarden rondom groene obligaties, maar baseren hun raamwerk in grote lijnen op dezelfde standaarden.

---

91 Vaak hebben landen wel beleid dat als door deflatie de hoofdsom onder par komt, de investeerders nog steeds het oorspronkelijke bedrag krijgen.

Tabel 4.4 Voorwaarden bij groene obligaties

Land	Voorwaarden groene obligaties
Nederland	• Green Bond Principles (International Capital Market Association, ICMA) • Sustainable Development Goals (SDGs) van de Verenigde Naties • Technical Screening Criteria ("TSC") • Substantial Contribution Criteria voor gerelateerde EU Taxonomy economische activiteiten. Do No Significant Harm-criteria van de EU-Taxonomie
België	• Tabel 1 Green Bond Framework • Nadelige effecten identificeren, monitoren en beperken, Do No Significant Harm-criteria van de EU-Taxonomie. • EU taxonomy of sustainable economic activities • Green Bond Principles (ICMA) • EU Green Bond Standard (toekomstig)
Duitsland	• Tabel 1 Green Bond Framework • Green Bond Principles (ICMA) 2018-editie • EU green standard, afgestemd op EU-taxonomie voor duurzame financiering.
Frankrijk	• Uitgaven die in aanmerking komen worden als groen geclassificeerd en openbaar gemaakt voor de eerste uitgifte, zoals vermeld in het Kaderdocument op de website van het Franse Agentschap. • TEEC-label (Transition Énergétique et Écologique pour le Climat - - Energie- en Ecologische Transitie voor het Klimaat), nu het Greenfin-label. • Gunstig of neutrale beoordeling van 'Groene Begroting (Budget Vert)' vereist, die is toegevoegd aan de Begrotingswet (Projet de Loi de Finances)
Ierland	• Green Bond Principles (ICMA) • Uitgaven moeten bijdragen aan de transitie van Ierland naar een koolstofarme, klimaatbestendige en ecologisch duurzame economie
Italië	• Tabel 1 Green Bond Framework • Green Bond Principles (ICMA) • SDGs van de Verenigde Naties • EU Green Bond Standard (toekomstig)
Oostenrijk	• Tabel 1 Green Bond Framework • Green Bond Principles (ICMA) • SDGs van de Verenigde Naties • EU classification system for sustainable economic activities
Spanje	• Tabel 1 Green Bond Framework • Green Bond Principles (ICMA) • SDGs van de Verenigde Naties • European Union's Taxonomy of Sustainable Finances

Bron: Schuldagentschappen van desbetreffende landen

Lessen voor Nederland

Uit interviews met andere Agentschappen volgt dat een obligatie met een zeer lange looptijd optioneel is en niet essentieel voor het goed functioneren van staatsschuldfinanciering. De landen die dit gebruiken deden dat volgens gesprekspartners voornamelijk om te profiteren van de lage rente of om een specifieke groep investeerders van een product te voorzien. Ze stellen echter ook dat dit meer additionele redenen zijn dan essentiële redenen. Dat Nederland geen obligaties met zeer lange looptijd uitgeeft betekent daarom ook niet dat er een essentieel deel van het uitgiftebeleid mist.

De ervaring met retailobligaties uit het buitenland roept niet direct een noodzaak op om dit ook in Nederland te introduceren. De Belgische ervaringen zijn wisselend en recentelijk was de Staatsbons een succes omdat het ook gekoppeld was aan een belastingvoordeel. In de beleidsdiscussie noemt men regelmatig een retailobligatie als

middel om een marktconforme rente te geven, en daarmee een opwaartse druk op de spaarrentes bij banken in de huidige renteomgeving.[92] Daarmee is het meer een middel om concurrentie in de bankensector te stimuleren dan een essentieel onderdeel van het beleid om de staatsschuld te financieren. Nederland blijkt een plots toegenomen financieringsbehoefte goed te kunnen vervullen met reguliere uitgiften. Een analyse van de wenselijkheid van retailobligaties dient dus ook de effecten op het reguliere financieringsbeleid mee te nemen. Als het volume van de uitgifte van de retailobligatie ten koste gaat van het volume van reguliere obligaties, verslechtert de liquiditeit van reguliere obligaties.

De meeste andere landen geven ook groene obligaties uit.[93] Daarbij hanteren zij verschillende kaders, die vaak wel op dezelfde standaarden gebaseerd zijn. Uit interviews blijkt dat het Nederlandse raamwerk een goede waarborg biedt dat de obligaties ook daadwerkelijk groen zijn. Sommige landen geven groene obligaties uit middels een twin bond. Een twin bond kan een manier zijn om de liquiditeit van de groene obligaties te ondersteunen, in de afweging dient men ook eventuele effecten op de liquiditeit van de reguliere obligatie mee te nemen.

4.4 Renterisicokader

Vergelijking

Landen kiezen voor verschillende looptijden (Tabel 4.5). Nederland heeft met 8,62 jaar de op twee na langste looptijd, maar zit ook redelijk dicht bij het midden van de vergelijking met de andere landen. De gemiddelde looptijd is inclusief swaps en dit kan per land verschil maken. Zo heeft Finland inclusief swaps een looptijd van 7,85 jaar, maar exclusief swaps een looptijd van 4,8 jaar. Oostenrijk en België hebben een langere looptijd dan Nederland. Cijfers over doelstellingen/streefwaarden voor looptijd en herfinancieringsrisico zijn niet voor alle landen bekend en kunnen dus niet vergeleken worden.

Tabel 4.5 Kengetallen renterisicobeleid

Land	Gemiddelde looptijd (2024)	Herfinancieringsrisico 1-jarig 2024 Q4
Nederland	8,62 jaar	15,73 %
België	10,26 jaar	15,98 %
Duitsland	7,75 jaar	15,54 %
Finland	7,85 jaar	17,67 %
Frankrijk	8,47 jaar	14,19 %
Ierland	8,13 jaar	16,24 %
Italië	7,30 jaar	14,24 %
Oostenrijk	11,36 jaar	14,52 %
Portugal	7,21 jaar	15,93 %
Spanje	7,83 jaar	13,42 %

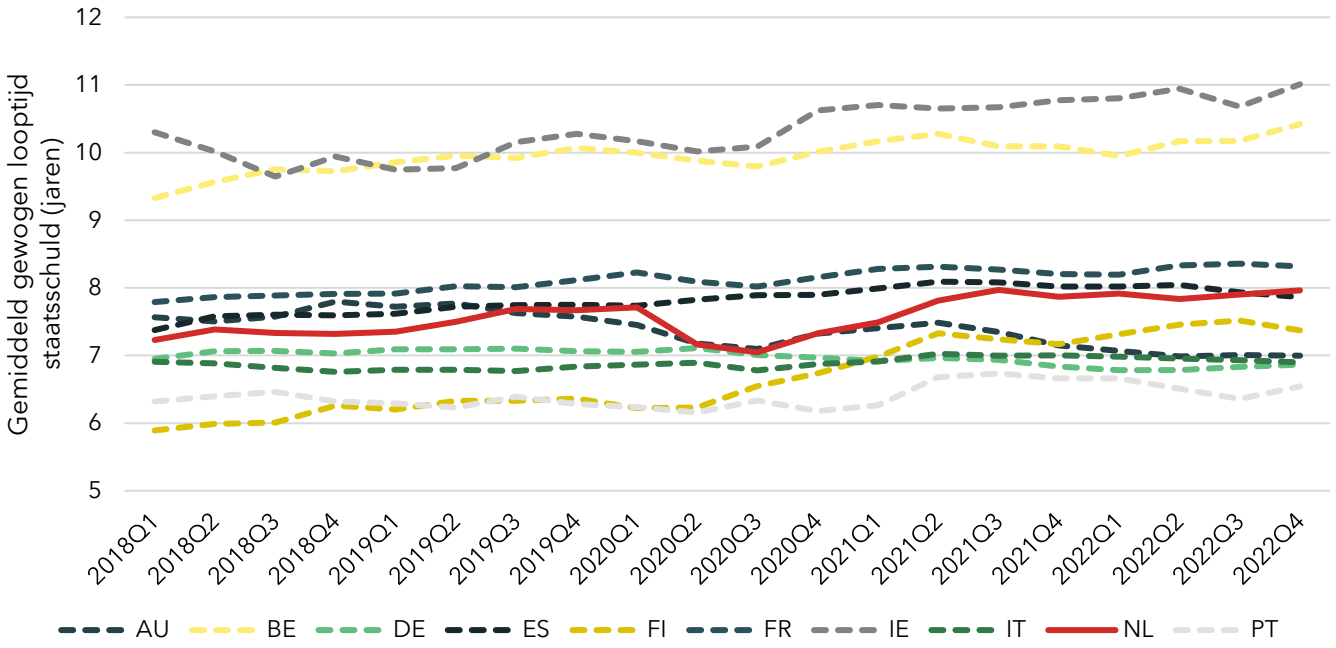
Bron: EU Economic and Financial Committee. De indicator 'Average Life' is gebruikt voor looptijd en de indicator 'Refinancing risk 1Y' voor herfinancieringsrisico.

92 Kamervragen Van der Lee (2024). 2023Z19854

93 Daarin verschillen zij in het uitgiftevolume van de groene obligaties. België: 4,5-5,0 miljard euro, Duitsland: 17-19 miljard euro, Frankrijk: 10,2 miljard euro, Ierland: 3,5 miljard euro, Italië: 10 miljard euro, Oostenrijk: 5,5 miljard euro en Spanje: 3,7 miljard euro.

De meeste landen hebben hun gemiddelde looptijd de afgelopen jaren verhoogd of gelijk gehouden (Figuur 4.1). De gemiddelde looptijd voor Nederland is tussen 2018 en 2022[94] gestegen van 7,2 naar 8,0 jaar. De dip in looptijd in 2020 is het gevolg van de COVID-crisis, waarbij de extra financieringsbehoefte voornamelijk met schuld met een kortere looptijd is gefinancierd.

Figuur 4.1 Gemiddelde looptijd per land



Bron: De Graeve & Mazzolini (2023)

Uit interviews met buitenlandse Agentschappen volgt dat de meeste Agentschappen de afgelopen jaren hebben gekozen voor verlenging van de looptijd. De redenen hiervoor zijn verschillend. Zo kan de verlenging een reactie zijn op gerealiseerde risico's van portefeuilles met een kortere looptijd. In België en Finland zijn kosten- en risicoberekeningen gemaakt om de afweging tussen rentekosten en renterisico expliciet te maken en is daaropvolgend gekozen voor verlenging van de looptijd. De keuze die daaruit volgde is een verlenging van de looptijd omdat in hun optiek het risico sterk afnam en de kosten daarvoor beperkt toenamen. Daarnaast is in sommige landen de keuze om te verlengen meer gedreven door het profiteren van de lagere rente de afgelopen jaren. Niet alle landen maken hun looptijddoelstelling expliciet.

Het herfinancieringsrisico voor één jaar ligt in Europees verband tussen de 13,4 procent (Spanje) en de 17,7 procent (Finland). Dit is het aandeel van de schuld dat binnen één jaar opnieuw geherfinancierd dient te worden. Nederland is met 15,7 procent dus geen uitschieter op deze indicator.

Net als in Nederland is het gebruik van rentederivaten in andere landen ook afgenomen. Met gestegen marktrentes werden de rentederivaten financieel ongunstiger. Daarnaast brengen derivaten ook risico's met zich mee en die werden in toenemende mate als onwenselijk gezien. Het afbouwen van het derivatenportfolio wordt ook gezien als

94 Voor deze analyse is de periode tot en met 2022 in plaats van tot het einde van de evaluatieperiode genomen. De reden hiervoor is dat de data zijns verkregen van een onderzoek waarin gebruik is gemaakt van een externe partij die de data heeft verzameld. Het betreffende onderzoek is gepubliceerd in 2023, waardoor er in het onderzoek geen gegevens bekend zijn over de periode vanaf 2023.

middel om de looptijd te verlengen, omdat men vaak naar een kortere looptijd swapte. Door dit niet meer te doen, neemt de looptijd bij de meeste uitgaveprofielen toe.

Lessen voor Nederland

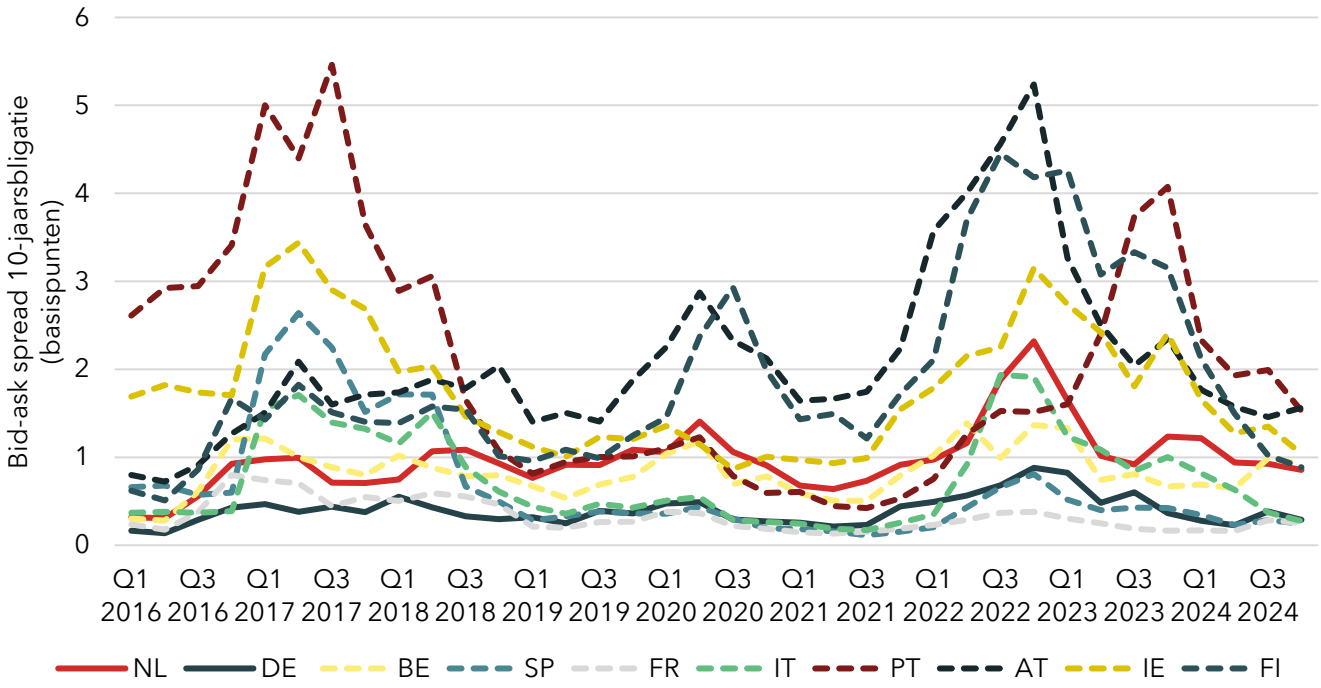
Een les voor Nederland is om de effecten van verschillende looptijden kwantitatief te berekenen om daarin een expliciete keuze te kunnen maken over de best passende looptijd voor de Nederlandse staatsschuld. Bij een dergelijke berekening maakt het Agentschap ook de risicobereidheid expliciet.

4.5 Liquiditeit

Vergelijking

Nederlandse 10-jaarsobligaties zitten qua bid-ask spread en daarmee qua liquiditeit in de middenmoot. Een lagere bid-ask spread weerspiegelt een grotere liquiditeit. De liquiditeit van staatsobligaties hangt sterk samen met het uitstaande volume. Zo hebben Duitsland, Spanje, Frankrijk en Italië de laagste bid-ask spread. Nederlandse staatsobligaties zijn het meest liquide van de minder grote Europese landen. Dit is sinds 2016 al het geval.

Figuur 4.2 Nederlandse 10-jaarsobligaties zijn relatief liquide in relatie tot omvang staatsschuld



Bron: Bloomberg, bewerking SEO Economisch Onderzoek. Gemiddelde bid-ask spread per kwartaal

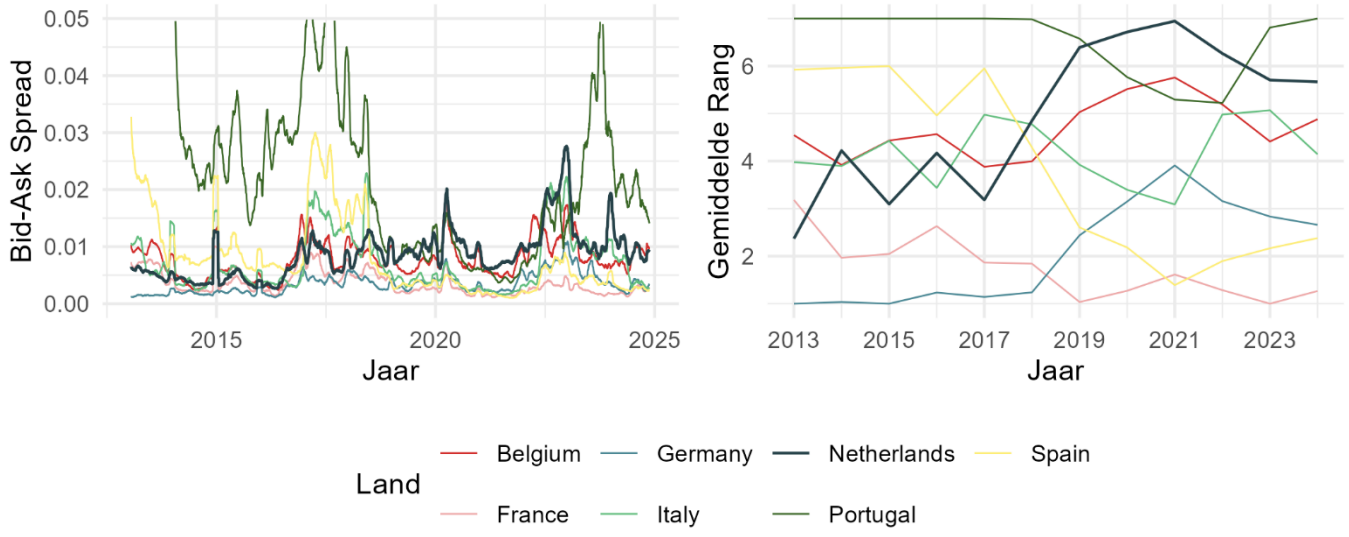
Nederland is het zesde land qua liquiditeit in deze groep Europese landen (Tabel 4.6). Tussen 2016 en 2024 is de Nederlandse 10-jaarsobligatie per kwartaal de derde tot achtste meest liquide geweest. Frankrijk had over de gehele periode duidelijk de meest liquide obligatie, gevolgd door Duitsland, Spanje en Italië. Dit zijn ook grote landen met een grotere omvang van de obligaties, wat sterk samenhangt met liquiditeit. Belgische obligaties zijn vaak meer liquide dan de Nederlandse. Portugal, Finland, Ierland en Oostenrijk hebben de minst liquide staatsobligaties, dit zijn ook kleinere landen dan Nederland qua economische omvang.

Tabel 4.6 Nederland is het 6e land qua liquiditeit 10-jaarsobligatie tussen 2016 en 2024 (op basis van de bid ask spread)

Land	Gemid-delde rang	Rang (aandeel van de 36 kwartalen (2016Q1-2024Q4) dat land bepaalde rang heeft)									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Frankrijk	1,53	56%	39%	3%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Duitsland	2,5	28%	17%	33%	22%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Spanje	3,39	14%	39%	19%	3%	3%	0%	14%	8%	0%	0%
Italië	4,17	3%	6%	22%	28%	31%	6%	6%	0%	0%	0%
België	4,89	0%	0%	8%	33%	28%	22%	8%	0%	0%	0%
Nederland	5,56	0%	0%	14%	11%	14%	33%	22%	6%	0%	0%
Portugal	7,89	0%	0%	0%	0%	19%	14%	14%	6%	6%	42%
Finland	7,97	0%	0%	0%	0%	3%	22%	11%	11%	44%	8%
Ierland	8,14	0%	0%	0%	0%	3%	0%	14%	47%	36%	0%
Oostenrijk	8,97	0%	0%	0%	0%	0%	3%	11%	22%	14%	50%

Bron: Bloomberg, bewerking SEO Economisch Onderzoek

Figuur 4.3 Nederland heeft een relatief hoge bid-ask spread in de evaluatieperiode en de gemiddelde rang van neemt toe over de tijd



Bron: Bloomberg, bewerking SEO Economisch Onderzoek

Alle landen hebben benchmarkobligaties waarbij de 10-jaarsobligatie de belangrijkste is. Zij concentreren het uitgiftevolume ook in deze obligatie, alhoewel de omvang per land varieert met de totale financieringsbehoefte. De reden dat Nederland minder liquide is dan grotere landen hangt volgens enkele gesprekspartners ook samen met het ontbreken van een futuresmarkt voor Nederlandse staatsobligaties.

Agentschappen zetten de beloning voor Primary dealers in om liquiditeit in de secundaire markt te stimuleren. De landen geven dit op verschillende wijzen weer. Sommige landen gebruiken syndicaties voor de uitgifte van obligaties. Het recht om in een syndicatie deel te nemen is dan een beloning voor het goed presteren van de Primary dealer. Andere vormen van beloningen zijn fees en het gebruik van de non-comp optie. Het Nederlandse beleid verschilt van het beleid van andere landen in de keuze om geen gebruik te maken van syndicaties. Duitsland heeft als enige geen financiële beloning maar werkt met een bidding group en publiceert online en in kranten de ranking van de partijen die in deze bidding group zitten. De beloning is dus de reputatie om in de bidding group van Duitsland te zitten. Volgens gesprekspartners is dit mogelijk omdat Duitse staatsobligaties als 'Europees safe asset' gelden en is deze strategie niet voor elk land toe te passen.

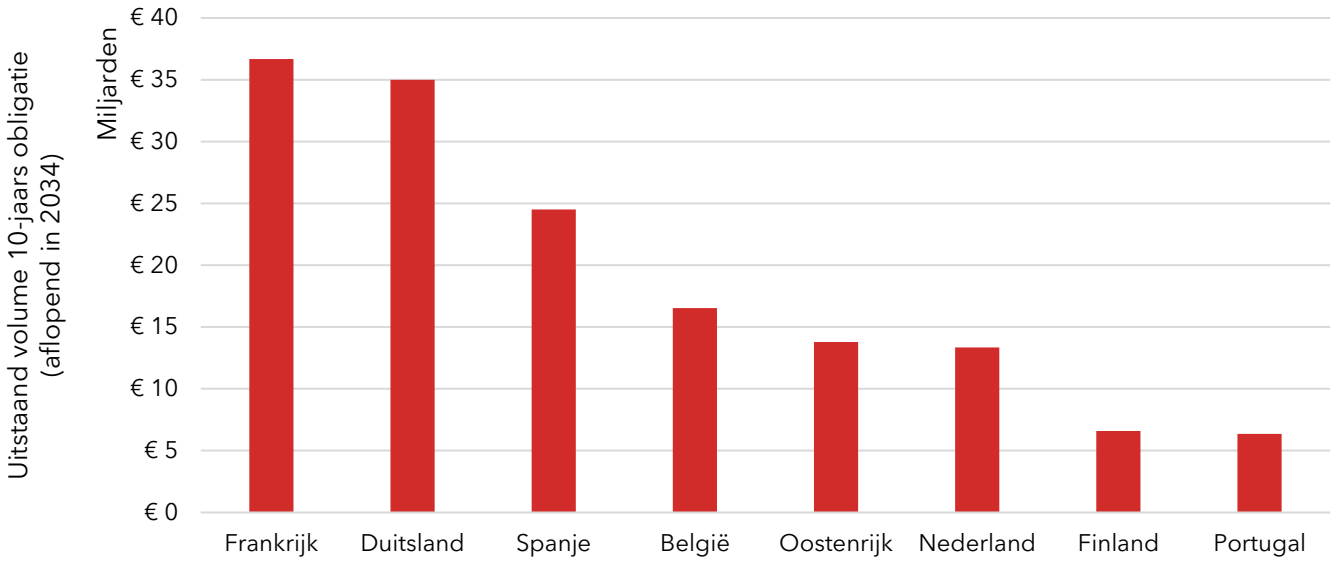
Landen verschillen in de wijze waarop zij hun Primary dealers belonen. Nederland gebruikt bijvoorbeeld de non-comp optie als beloningscomponent, onder andere België, Frankrijk, Duitsland, Ierland, Portugal en Oostenrijk gebruiken dit ook. België, Finland, Frankrijk en Italië gebruiken het recht om in een syndicatie deel te nemen, en de daarbij behorende fees, als beloning voor Primary dealers. De beoordelingscriteria zijn wel redelijk vergelijkbaar tussen landen, alleen vaak op een andere wijze uitgewerkt. In het algemeen scoren DMOs de Primary dealers op activiteit op de primaire markt (deelname aan veilingen), op de secundaire markt (quoteringsverplichting, krappe bid-ask spread en hoge bid-offer volumes), advies over marktsegmenten van Primary dealers, een relatieve vergelijking tussen Primary dealers (afname in veilingen, geboden spreads) en een aantal kwalitatieve factoren (reputatie, operationele kwaliteit, dienstverlening, ter beschikking stellen van data en statistieken, relatie met DMO).[95]

Lessen voor Nederland

De uitgifte van benchmark obligaties, minimale omvang en uitgiften op verschillende punten van de yieldcurve dragen bij aan de liquiditeit. Hoe liquide een obligatie is, is sterk gerelateerd aan de omvang van de obligatie. Onderstaande figuur toont het uitstaande volume voor 10-jaarsobligaties die aflopen in 2034. Daaruit blijkt dat Duitsland en Frankrijk het hoogste volume hebben, rond 35 miljard euro, gevolgd door Spanje (25 miljard euro). Daarom zijn 10-jaarsobligaties van deze landen meer liquide dan de Nederlandse. Ook België heeft een iets hoger uitstaand volume dan Nederland, 17 miljard tegenover 13 miljard.

95 Zie AFME (2024) European Primary dealers handbook, Bijlage C voor een volledig overzicht.

Figuur 4.4 Uitstaand volume 10-jaarsobligatie in 2024 voor verschillende landen



Bron: Bloomberg. Voor Ierland en Italië ontbreken de gegevens vanwege een datafout

Het programma van groene obligaties kan effect hebben op de liquiditeit van de reguliere obligaties. Als de vraag naar Nederlandse staatsobligaties gegeven is, zorgt de uitgifte van een groene obligatie voor een verminderde vraag naar de reguliere obligatie en daarmee ook tot een lagere liquiditeit. Als de groene obligatie echter meer vraag aantrekt, bijvoorbeeld vanuit de wens van investeerders om hun portfolio te verduurzamen, dan zijn deze effecten kleiner. Uit interviews met marktpartijen volgt dat er momenteel geen concurrentie is tussen de twee soorten obligaties op het gebied van liquiditeit, omdat de omvang van de groene obligaties beperkt is. Andere landen gebruiken een twin bond programma om de liquiditeit van de groene obligaties te stimuleren. het Agentschap kan de voor- en nadelen van een dergelijke programma onderzoeken.

De beloning voor Primary dealers kan worden ingezet om liquiditeit in de secundaire markt te stimuleren. De kern daarbij is dat daadwerkelijke inzet van de Primary dealers op verschillende doelstellingen wordt beloond, waarbij een betere prestatie ook leidt tot een hogere beloning. Landen verschillen in de vormgeving van hun beloningssysteem voor Primary dealers. Er zijn ruwweg vier componenten te onderscheiden: syndicaten, een non-comp, publicatie van een ranking en een vaste beloning voor specifieke activiteiten. Uit de interviews komt, logischerwijs, het beeld naar voren dat elk land zijn eigen systeem het best vindt. Verschillen tussen landen in de keuzes voor een bepaalde beloningssystematiek kunnen gerelateerd zijn aan onder meer de hoeveelheid schuld die wordt uitgeven, de kredietwaardigheid van een land, het aantal actieve Primary dealers en de vraag naar schuldpapier van het specifieke land. Een periodieke herijking van het beloningsbeleid is aan te bevelen om te zorgen dat de belonings- en beoordelingssystematiek aansluit op de wensen van het Agentschap, de marktontwikkelingen en de inzet van Primary dealers.

5 Literatuuroverzicht

Doel van dit literatuuroverzicht is om op een aantal onderwerpen die van belang zijn voor deze evaluatie, na te gaan wat de inzichten zijn uit de literatuur en welke relevante conclusies we hieruit kunnen trekken. Randvoorwaarde daarbij is dat er wel literatuur over een onderwerp beschikbaar moet zijn. Over sommige onderwerpen is geen of zeer weinig literatuur beschikbaar. Ook biedt de literatuur niet altijd aanknopingspunten vanuit het perspectief van deze evaluatie.

- We hebben de volgende onderwerpen geïdentificeerd waarover relevante literatuur beschikbaar is:
  - Herfinancieringsrisico;
  - Financiële intermediairs (inclusief retail);
  - Liquiditeit;
  - Groene obligaties;
  - COVID.

- Voor elk onderwerp bespreken we de volgende onderwerpen:
  - Relevantie, waarom is dit onderwerp relevant in het licht van deze evaluatie;
  - Kort beschrijven van de belangrijkste inzichten aan de hand van een tabel met papers waarin de inzichten van de studie beknopt worden weergegeven;
  - Conclusies, waarin we puntsgewijs weergeven welke conclusies we trekken op basis van de inzichten uit de literatuur.

5.1 Herfinancieringsrisico

Relevantie

De gemiddelde looptijd van een portefeuille is een parameter in het renterisicokader, naast het RRB. De gedachte hierachter is dat een langere looptijd meer zekerheid creëert over de verwachte kosten. Daartegenover staat dat een langere looptijd vaak gepaard gaat met een hogere rente en dus hogere gemiddelde rentekosten.[96] Ook beperkt een langere gemiddelde looptijd de mogelijkheden om in te spelen op veranderingen in de renteomgeving. Een lange looptijd is voordelig als de rente stijgt, immers de (voorheen) lage rente is voor langere tijd vastgelegd. Tegelijkertijd zorgt een langere looptijd er ook voor dat het moeilijker is om te profiteren als zich lage rentes voordoen. De optimale looptijd probeert een evenwicht tussen deze elementen te realiseren. We gaan na wat er in de wetenschappelijke literatuur bekend is over de looptijd van de overheidsschuld van een land en de wijze waarop deze tot stand komt.

[96] De yieldcurve heeft meestal een oplopend profiel. Dit is echter niet altijd het geval, er kan sprake zijn van een inverted yieldcurve. Dan hebben langere looptijden lagere rentes.

Belangrijkste inzichten

Artikel	Onderwerp	Inzichten
Plessen-Matyas et al. (2021)[97]	Empirische analyse financieringskeuzes DMOs voor de periode 2009-2019.	Wat is het effect van het PSPP programma van de ECB op de financieringsstrategie van DMOs? DMOs maakten gebruik van de lage yields en aankopen door de ECB om schuld met een langere looptijd uit te geven. Het gezamenlijke effect van lagere yield en hogere vraag was een verhoging van de gemiddelde looptijd van ongeveer een jaar.
Beetsma et al. (2021)[98]	Onderzoek naar de determinanten van de maturity structuur van overheidsschuld in de EU	Het artikel vindt een sterk negatief verband tussen de gemiddelde looptijd van nieuwe schuld en het niveau van de rentecurve en zwakker negatief verband tussen de gemiddelde looptijd en de helling van de rentecurve. Op basis van de schattingen van het volledige panel gaat het effect van een opwaartse verschuiving van de rentecurve met één procentpunt bijvoorbeeld gepaard met een daling van de gewogen gemiddelde looptijd met ongeveer 1 jaar, terwijl een stijging van de spread tussen de 10- en de 1-jaars rente met één procentpunt ook gepaard gaat met een daling van de gewogen gemiddelde looptijd met ongeveer 1 jaar. Positieve schokken in de risicoaversie, het risico van niet-terugbetaling en de vraag naar kortlopende schuld verhogen het niveau en de helling van de rentecurve, terwijl ze de gemiddelde looptijd van nieuwe schuld verlagen.
Arnold, (2021)[99]	Empirische analyse financieringskeuzes DMOs	Hoe reageren DMOs op hogere spreads van sovereigns? Een hogere spread gaat gepaard met een toename in kortetermijnfinanciering. Het artikel laat zien dat EU-overheden geneigd zijn de looptijd van hun schuld te verkorten, wanneer risicopremies oplopen. Hierdoor beperken ze de rentekosten, maar nemen ze meer herfinancieringsrisico.
deGraeve en Mazzolini (2023)[100]	Empirische analyse financieringskeuzes	Onderzoeken determinanten van de maturity van overheidsschuld van twintig OECD-landen over de periode 1995-2020. Het minimaliseren van kosten is een belangrijke drijvende kracht voor de keuze van looptijden bij de financiering van overheidsschuld. Voor veel van de landen in de steekproef was de looptijd van nieuwe uitgiften relatief laag rond de Grote Recessie en steeg in het decennium daarna.
Sanches et al. (2018)[101]	Modelanalyse keuze maturity	Een modelanalyse van de optimale keuze van de looptijd van staatsschuld. Risicoaversie, volatiliteit van de economie, de kans op een financieringscrisis en mate van ongeduld zijn belangrijke determinanten van de keuze van looptijd
Zenios et al. (2021)[102]	Modelanalyse keuze maturity	Een modelanalyse van de houdbaarheid van overheidsschuld met macro-economische, financiële en fiscale onzekerheid. Het model optimaliseert de looptijd van de schuld om de kosten te minimaliseren, onder de voorwaarde dat de schuld houdbaar is. De trade-off tussen kosten en risico's is een belangrijke determinant van de financieringskeuzes die overheden maken. Auteurs passen hun model toe op Nederland en concluderen: • Het Agentschap volgt bijna optimale strategie gegeven de randvoorwaarden van het toen geldende beleid • Verlenging rentebenchmark naar 8 jaar is verbetering • Renteswaps zijn niet nodig om rentepunt te bereiken Ook analyseert het model alternatieven
Landoni et al. (2019)[103]	Modelanalyse keuze maturity	Een modelanalyse van de langetermijneffecten van een bepaalde vaste financieringsstrategie. Ze gebruiken dit om de kosten en risico's van de

97 Zie https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3848327

98 Beetsma, R., M. Giuliodori, J. Hanson, and F. de Jong (2021). The Maturity of Sovereign Debt Issuance in the Euro Area. Journal of International Money and Finance 110, 102293.

99 Zie https://academic.oup.com/cesifo/article-abstract/67/3/276/6179528

100 Zie https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0014292123000673

101 Zie https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304393218300151

102 Zie https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3250806

103 Zie https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3300347

Artikel	Onderwerp	Inzichten
		strategie te bepalen en vergelijken deze met de feitelijke strategie voor de Verenigde Staten. Deze wijkt af van de theoretisch optimale strategie.
IMF (2018)[104]	Overzicht risico's	Overzicht van kwantitatieve indicatoren voor renterisico, zoals gemiddelde tijd tot refixing. Ook kan het risicoprofiel van overheidsactiva worden meegenomen in het risicomanagement van de schuld (ALM-benadering). Ook wijst het artikel op voor- en nadelen van benchmark obligaties vanuit liquiditeitsperspectief.
Wolswijk (2020)[105]	Keuze tussen korte- en langetermijnschuld in de periode 1992-2017 in EU landen	Het artikel vindt dat overheden met relatief hoge schuld geneigd zijn de looptijd van hun schuld te verkorten als risicopremies oplopen. In sterke landen van de eurozone leiden veranderende economische, financiële en budgettaire omstandigheden nauwelijks tot veranderingen in de uitgiftestructuur van staatsschulden, wat suggereert dat deze schuldbeheerders zich houden aan een regelmatig en voorspelbaar uitgifteschema, waardoor ze afzien van potentiële financiële voordelen op de korte termijn. In de sterke landen reageren DMOs wel op volatiliteit in financiële markten met een grotere nadruk op kortetermijnschuld.
Faraglia et al. (2019)[106]	Modelanalyse keuze maturity	Een modelanalyse van optimale uitgiften van overheidsschuld met fricties in de vorm van transactiekosten. Transactiekosten vormen een belangrijke verklaring voor het gedrag van DMOs in de praktijk, waarbij er weinig repurchase / heruitgave plaatsvinden en obligaties met korte looptijden belangrijk element vormen om bij te sturen.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

Conclusies

- De empirische literatuur laat zien dat overheden de gemiddelde looptijd van overheidsschuld aanpassen als de rentestanden veranderen. Beetsma et al. (2021) vinden dat een opwaartse verschuiving van de yieldcurve met één procentpunt tot een verkorting van de gewogen gemiddelde maturity met één jaar leidt, terwijl een toename van de spread tussen de 10-jaars en 1-jaar yield met een procentpunt tot een verkorting van de gewogen gemiddelde looptijd met één jaar leidt. Uit de interviews komt naar voren dat veel landen hebben geprobeerd te profiteren van de lage rentestanden door hun looptijd te verlengen.
- Modelanalyses (Faraglia et al., 2019; Landoni et.al, 2019; Zenios et al., 2021; Sanches et al., 2018) laten in het algemeen zien dat het optimaal is om de gemiddelde looptijd van overheidsschuld aan te passen als de rentestanden veranderen, waarbij een lagere rente gepaard gaat met een langere looptijd. Deze analyses vinden aanpassingen die consistent zijn met de empirische resultaten van bijvoorbeeld Beetsma et al. (2021). Toepassing op Nederland van een model door Zenios et al. (2021) concludeert dat de keuzes van het Agentschap met betrekking tot looptijd en herfinancieringsrisico optimaal zijn.
- Rentestanden zijn niet de enige determinant van de optimale keuze van de gemiddelde looptijd van overheidsschuld, andere determinanten zijn de volatiliteit van de economie, risicoaversie en de kans op een financieringscrisis. Een volatielere economie, een grotere risicoaversie en een grotere kans op een financieringscrisis gaan allemaal gepaard met een langere looptijd.
- Transactiekosten bij de aankoop en verkoop van obligaties door overheden zijn een belangrijke factor om de keuzes van overheden voor de mix van korte en lange looptijden te begrijpen omdat fricties de mogelijkheid beperken om de kosten-risico trade-off bij te stellen door repurchase / reissuance beslissingen. Daarnaast

104 https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/04/06/A-Primer-on-Managing-Sovereign-Debt-Portfolio-Risks-45746

105 https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4101900

106 Zie https://academic.oup.com/restud/article/86/6/2554/5132698

streven overheden naar zo liquide mogelijke markten, zowel primair als secundair. Ook dit is een belangrijke bepalende factor voor de keuze welke looptijden worden uitgegeven.

5.2 Liquiditeit

Relevantie

De liquiditeit van staatsobligaties is om verschillende redenen van belang. Voor DMOs is dit van belang omdat een hogere liquiditeit correleert met een lage liquiditeitspremie en zo bijdraagt aan een lage rente. Daarnaast draagt een grotere liquiditeit bij aan extra vraag en dus aan makkelijker toegang tot additionele financiering als dat nodig is. Voor deelnemers in de markt en de markt als geheel is van belang dat er voldoende liquide activa beschikbaar zijn voor het managen van portefeuilles en risico's.

Belangrijkste inzichten

Artikel	Onderwerp	Inzichten
Eisl et al. (2019)[107]	Liquiditeit	Het artikel formuleert een empirisch toetsbaar model voor de optimale liquiditeitsbuffer per land. Belangrijkste inputs daarbij zijn de kosten van het aanhouden van additionele schuld, de kosten van een tekort aan middelen en de kansverdeling van fouten in begrotingsvoorspellingen.
O'Sullivan & Papavassiliou (2019)[108]	Liquiditeit	Het artikel toont op basis van MTS-marktdata aan dat tijdens de grote financiële crisis (2008 – 2010) in het eurogebied de liquiditeit van staatsobligaties verslechtert, de diepte van de markt afneemt en de volatiliteit toeneemt. Er zijn aanwijzingen dat beleggers vluchten naar meer liquide obligaties en obligaties met een kortere looptijd. Obligaties met een kortere looptijd zijn echter relatief kwetsbaar voor het opdrogen van liquiditeit.
Linas et al. (2021)[109]	Liquiditeit	De studie laat zien dat sprake is van liquiditeitsspill-overs tussen zes landen in het eurogebied. De afname van liquiditeit in een van deze landen leidt dus tot minder liquiditeit in andere markten. Voor Nederland gelden vooral interacties met Duitsland en België.
Gomez-Puig (2023)[110]	Liquiditeit	Het artikel analyseert wanneer liquiditeitsrisico leidt tot kredietrisico en vice versa. Uitkomst is dat afname van financieringsliquiditeit, monetaire beleidsschokken en economische beleidsonzekerheid de kans op risicotransmissie van liquiditeits- naar kredietrisico vergroten.
Grimaldi et al. (2021)[111]	Liquiditeit	Het artikel laat zien dat door QE in Zweden eerst de liquiditeit toeneemt, maar daarna afneemt.
Duffie (2023)[112]	Liquiditeit	De balansomvang van Primary dealers in de VS is minder sterk gegroeid dan het aanbod van staatsobligaties. Dit komt door aangescherpte bankregelgeving en een toegenomen begrotingstekort van de Amerikaanse overheid. De kleinere balansomvang beperkt de flexibiliteit van Primary dealers en daarmee de mogelijkheden om liquiditeit te bieden als dat nodig is.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

107 https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3110048
108 https://researchrepository.ucd.ie/server/api/core/bitstreams/791e46cb-6f95-4b53-a085-3a88b782f2e7/content
109 https://epublications.vu.lt/object/elaba:90092411/
110 https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1042444X23000191
111 https://www.econstor.eu/handle/10419/251300
112 JH_Paper_Duffie.pdf

Conclusies

- De liquiditeit van obligatiemarkten wordt beïnvloed door verschillende factoren, waaronder: financiële condities (e.g. crises), de balanscapaciteit van Primary dealer, spillover-effecten tussen landen en het optreden van centrale banken (QE).
- De invloed van het beleid van het Agentschap op liquiditeit is daarmee beperkt.

5.3 Financiële intermediairs

Relevantie

Financiële intermediairs spelen een belangrijke rol in de markt voor staatsobligaties. Zo kent Nederland, net als veel andere landen, een stelsel waarbij een geselecteerd aantal *Primary dealers* mogen deelnemen aan de veiling van obligaties (primaire markt) en worden verplicht om quotes af te geven op de secundaire markt. Tegen deze achtergrond gaan we op basis van literatuur dieper in op het belang van zulke en andere intermediairs. Ook bekijken we wat de literatuur zegt over het bereiken van retailbeleggers via intermediairs.

Belangrijkste inzichten

Artikel	Onderwerp	Inzichten
Eisl et al. (2022)[113]	Vergoeding Primary dealer	Het artikel laat zien dat het in 2017 in Denemarken geïntroduceerde compensatiebeleid voor Primary dealers, dat is gebaseerd op het verschaffen van liquiditeit, leidt tot: 1) meer liquiditeit, in zowel de OTC als *on-exchange* (MTS) markt en 2) een iets lagere rente, waardoor een financieringsvoordeel ontstaat. Nederlandse obligaties zijn de referentie in deze studie. Kern van dit beleid is dat zaken zoals de hoogte van quotes en omzet op de secundaire markt de hoogte van de beloning bepalen, die kan oplopen tot euro 3 mln. per jaar.
Preunkert (2023)[114]	Vergoeding Primary dealer	Het artikel, dat is gebaseerd op interviews, beargumenteert dat Primary dealers bereid zijn om tegen een lage vergoeding te zorgen voor liquiditeit in de primaire en secundaire markt omdat ze andere voordelen ontlenen aan deze rol. Daarbij gaat het om het verkrijgen van lucratieve financieringscontracten met overheden waar ze een relatie mee hebben opgebouwd en de voordelen van de status van Primary dealer in concurrentie met andere banken.
Beetsma et al. (2020)[115]	Veilingen	Het succes van een veiling, gemeten in de bid-to-cover ratio, wordt positief beïnvloed door: 1) het rendement op de secundaire markt voor hetzelfde looptijdinstrument, (mogelijk doordat de rentestijging het gevolg is van extra vraag en die vraag er in beide markten is) , 2) eerdere binnenlandse en buitenlandse bid-to-cover ratio's en 3) het aantal Primary dealers. Negatief zijn: 1) het aanbod van obligaties en 2) de volatiliteit van het rendement. De resultaten suggereren dus dat informatie uit eerdere veilingen helpt om de veilingvraag te voorspellen.
Beetsma et al. (2018)[116]	Veilingen	Het artikel toont aan dat voor het eurogebied sprake is van overloopeffecten van buitenlandse veilingen van staatsobligaties naar de veilingcycli (*auction cycles*) op de binnenlandse secundaire markt. In overeenstemming met een theorie over de beperkte risicodragende

113 https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S037842662200084X

114 Primary dealer Systems in the European Union | European Journal of Sociology / Archives Européennes de Sociologie | Cambridge Core

115 Determinants of the bid-to-cover ratio in Eurozone sovereign debt auctions - Tilburg University Research Portal

116 Cross - Border Auction Cycle Effects of Sovereign Bond Issuance in the Euro Area - BEETSMA - 2018 - Journal of Money, Credit and Banking - Wiley Online Library

Artikel	Onderwerp	Inzichten
		capaciteit van Primary dealer vindt het artikel dat de veilingcycli van binnenlandse emissies sterker zijn tijdens een crisisperiode, terwijl grensoverschrijdende effecten sterker zijn in de periode vóór de crisis. Dit weerspiegelt de verminderde integratie van de markt tijdens de crisis.
Shida (2023)[117]	Veilingen	Het artikel berekent eerst de "echte" vraag naar Duitse staatsobligaties door rekening te houden met het vooraf geanticipeerde verkrijgingsratio (*allotment* ratio). Vervolgens toont het aan dat de vraag naar Duitse staatsobligaties op veilingen positief afhangt van: 1) het aangeboden volume 2) het rendement op de secundaire markt, 3) de aankondiging van uitgifte van *syndicated loans* en 4) eerdere lage primaire prijzen (in vergelijking met de secundaire markt). Negatieve effecten worden gevonden voor de 1) impliciete volatiliteit van obligatiefutures en de invoering van de leverage ratio.
Jason et al (2020)[118]	Veilingen	Het artikel toont aan dat schatkistpapier met looptijden van 3, 6 en 12 maanden veelal complementair zijn aan elkaar op de primaire markt en geen substituut. Reden is dat klanten van Primary dealers verschillende looptijden vragen en Primary dealers verkiezen om extra voorraad aan te houden boven het teleurstellen van klanten. Primary dealers ondersteunen daarom de liquiditeit van de Canadese geldmarkt voor alle looptijden.
Jiménez & Mochón (2022)[119]	Veilingen	Het artikel vergelijkt veilingmethoden voor staatsobligaties. Zowel de uniforme methode als de methode met prijsdiscriminatie hebben voor- en nadelen in termen van rente en *coverage* ratio. Daarom dient de juiste methode afgestemd te worden op de relevante markt voor een optimaal resultaat. Het artikel kijkt ook naar de specifieke Nederlandse en Spaanse veilingopzet. Over de Nederlandse opzet concludeert het artikel dat het niet tot de laagste rente leidt, maar wel goed scoort op het beperken van uitschieters / onzekerheid.
Van der Heide (2024)[120]	Rol intermediairs	De analyse laat zien dat de opkomst in Italië van het handelsplatform MTS (i.c.m. het Primary dealer systeem) de vraag naar Italiaanse obligaties vergrootte en daarmee aanleiding was voor Agentschappen in andere landen (Nederland als eerste) om zich bij het platform aan te sluiten en quotes van Primary dealer daar te monitoren.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

Conclusies

- De literatuur laat zien dat Primary dealers bereid zijn om tegen een lage vergoeding te zorgen voor liquiditeit in de primaire en secundaire markt voor staatsobligaties. Genoemde redenen zijn dat ze andere voordelen ontlenen aan deze rol, zoals het verkrijgen van lucratieve financieringscontracten met overheden waar ze een relatie mee hebben en de voordelen van de status van Primary dealer in concurrentie met andere banken.
- Tegelijkertijd laat de analyse van het Deense vergoedingenmodel zien dat een expliciete vergoeding voor het verschaffen van liquiditeit effect heeft. Dit draagt bij aan een lagere gemiddelde rente en aan meer marktliquiditeit. In Denemarken hangt de beloning voor Primary dealers af van onder meer de omzet en de relatieve hoogte van hun quotes. Dit laatste betekent dat de dealers die over een bepaalde periode een lage bid-ask spread quoten hoger op een ranglijst van dealers staan. Vervolgens bepaalt de positie op deze lijst de

117 Primary market demand for German government bonds - ScienceDirect
118 www.econstor.eu/bitstream/10419/241195/1/swp2020-29.pdf
119 https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4290089
120 https://d-nb.info/133888347X/34

beloning. Deze beloning voor het verschaffen van liquiditeit kan oplopen tot circa 3 mln. euro per jaar en biedt een prikkel om voor extra liquiditeit te zorgen, zo blijkt uit onderzoek.

- De literatuur over het succes van veilingen wijst erop dat de kosten voor Primary dealers om balanscapaciteit beschikbaar te stellen een relevante factor is. De beschikbaarheid van deze capaciteit wordt positief beïnvloed door (verwachtingen over) de hoogte van de rente, waarbij uitkomsten van eerdere veilingen meespelen. Ook spelen de verwachting van extra inkomsten via *syndicated loans* of door de reputatie van Primary dealer een positieve rol. Negatieve factoren zijn volatiliteit op de obligatiemarkt, balansdruk door negatieve financiële omstandigheden (e.g. financiële crises) of door beperkingen vanuit regulering (e.g. l*everage* ratio).
- Een DMO kan veilingen op verschillende wijze vormgeven en dit heeft invloed op de uitkomst, in termen van *coverage* ratio en rente en onzekerheid daaromtrent. De optimale vormgeving hangt af van marktfactoren, zoals het aantal Primary dealers. Nederland lijkt te hebben gekozen voor systematiek die onzekerheid beperkt ten koste van een iets hogere rente, in vergelijking met andere eurolanden (zie Jiménez & Mochón, 2022).

5.4 Groene obligaties en retail obligaties

Relevantie

Een beleidswijziging van het Agentschap is geweest dat het voor het eerst een zogenoemde groene obligatie heeft uitgegeven. Dit is een obligatie waarbij de uitgever de opbrengsten toewijst aan "groene" projecten (voor een uitgebreide definitie zie ICMA 2022[121]). De belangrijkste motivatie voor uitgifte is het stimuleren van een markt voor groene obligaties. Daarom bekijken we in de literatuur verschillende aspecten van dit type obligatie, namelijk: 1) de ontwikkeling van de markt voor groene obligaties, 2) de rol die overheden spelen bij de ontwikkeling van deze markt en 3) de kosten en opbrengsten van de uitgiften van deze obligaties. Verder heeft is er discussie geweest over nut en noodzaak van retailobligaties.

Belangrijkste inzichten

Artikel	Onderwerp	Inzichten
MacAskill et al. (2021)[122]	Marktontwikkeling	• Bevestiging van het bestaan van een "groene premie", vooral in de secundaire markt op basis van literatuurstudie 2007-2019. • Van de 15 studies vindt 56% een premie op de primaire markt en 70% op de secundaire markt. • Factoren die bijdragen aan de groene premie zijn: 1) kredietkwaliteit, 2) de overheid als uitgever, 3) de kwaliteit van rapportages en 4) marktsentiment. • De auteurs wijzen op een toename van de premie over de tijd.
Han et al. (2022)[123]	Marktontwikkeling	• Een beleggingsportefeuille met groene obligaties presteert beter dan zonder, in zowel de Verenigde Staten als Europa. Dit concluderen de auteurs op basis van verschillende indicatoren voor zowel rendement als risico.
Teti et al. (2022)[124]	Marktontwikkeling	• Aantonen van bestaan groene premie in zowel primaire als secondaire markt in Italië. • De premie is hoger in de primaire markt dan in de secundaire markt.

121 https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles-June-2022-060623.pdf
122 https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0959652620345352
123 https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521921003136
124 https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0959652622023800

Artikel	Onderwerp	Inzichten
ECB (2022)[125]	Marktontwikkeling	• De groene premie is hoger voor obligaties die door externe partijen zijn beoordeeld als groen en voor uitgevers zich ook op andere wijze committeren groen te zijn.
IMF (2024)[126], ook als BIS paper gepubliceerd.	Bijdrage overheden	• Overheden dragen bij aan de ontwikkeling van de markt voor groene obligaties. Dit uit zich in meer groene obligaties door niet-overheden en hogere kwaliteitsstandaarden.
BIS (2020)[127]	Bijdrage overheden	• Overheden zetten hogere standaarden dan bedrijven gemiddeld doen bij de uitgifte van groene obligaties.
Gianfrate et al (2019)[128]	Voor- en nadelen	• De additionele kosten van de uitgifte van een groene obligatie (certificering, monitoring en rapportage) zijn lager dan het rentevoordeel. Uitgifte is dus voordelig.
OECD (2025)[129]	Retail beleggers	• Het aandeel van retailbeleggers in staatsobligaties in het eurogebied is tussen 2022 en 2024 met ongeveer 250% gestegen. Reden is dat rentes oplopen, maar spaarrentes achterblijven. Van de 40 OECD-leden hebben momenteel 22 een retailprogramma. Een voordeel is dat dit het aantal potentiële beleggers vergroot. Moderne programma's werken soms via een digitaal platform, waar particulieren obligaties kunnen kopen. Een aantal landen (waaronder NL) had eerder wel een retailprogramma, maar nu niet meer. Redenen daarvoor zijn: 1) de kleine omvang en 2) hogere operationele kosten.
ECB (2024)[130]	Retail beleggen	• Het artikel stelt dat de opkomst van retail programma's voor uitgifte van staatsobligaties samenhangt met 1) het terugtrekken van centrale banken uit de markt en 2) met de achterblijvende spaarrentes van banken in vergelijking met de rente op staatsobligaties.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

Conclusies

- Verschillende studies die in het recente verleden zijn gedaan, vinden een "groene premie" ofwel een lagere rente voor dit type obligatie in vergelijking met dezelfde obligaties zonder dit kenmerk. Dit geldt wel sterker voor de secundaire dan voor de primaire markt. Ook is de groene premie hoger voor obligaties van hoge kredietkwaliteit (investment grade), die door de overheid zijn uitgegeven en die duidelijk gedefinieerde governance- en rapportageprocedures volgen. De bevindingen in de literatuur benadrukken daarnaast de rol van de versterkte milieuvoorkeuren onder beleggers. Deze nemen over de tijd toe, afgaande op de gestegen groene premie in de in papers onderzochte periode. Uit recente data blijkt echter dat deze premie in ieder geval in sommige markten is verdwenen. Ook in interviews wordt benoemd dat de premie fluctueert en soms zelfs negatief kan zijn.
- De literatuur (IMF 2023) laat zien dat overheden die groene obligaties uitgeven zorgen voor een katalytisch effect en hogere standaarden (BIS 2020). In landen waar overheden zulke obligaties uitgeven, volgen bedrijven

125 https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4227559
126 https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2024/06/14/Sovereign-Green-Bonds-A-Catalyst-for-Sustainable-Debt-Market-Development-550527
127 https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2009c.htm
128 https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0959652619304019
129 www.oecd.org/en/publications/sovereign-retail-debt-programmes-and-instruments_e2a782d0-en.html
130 https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2024/html/ecb.blog20240322~54dcd060b1.en.html

in grotere aantallen en bedragen dan in landen waar overheden dit niet doen. Dit geldt in versterkte mate voor landen met een sterk klimaatbeleid. Daarnaast leidt overheidsuitgave ook tot een hogere kwaliteit van groene obligaties, in die zin dat de kwaliteit vaker is bevestigd door een externe partij. Ook laat de literatuur zien dat uitgifte van groene obligaties door de overheid de liquiditeit verhoogt en de spreads van groene bedrijfsobligaties verlaagt.

- Onderstaande tabel zet de belangrijkste voor- en nadelen van groene obligaties vanuit het perspectief van het Agentschap op een rij. Voor een deel van deze elementen bestaat wetenschappelijke, empirische literatuur, maar voor een deel ook niet. Hieruit blijkt dat de nadelen vooral bij het Agentschap terechtkomen. Voordelen zijn er (in potentie) ook voor het Agentschap in de vorm van een lagere rente. Dit voordeel is momenteel zeer klein, maar kan bij grote volumes toch een substantieel bedrag vormen. Voordelen zijn er ook vanuit een breder maatschappelijk perspectief, voor zover het uitgeven van groen obligaties door de overheid bijdraagt aan het stimuleren van de omvang en kwaliteit van de markt voor groene bedrijfsobligaties in Nederland.

Tabel 5.1 Belangrijkste voor- en nadelen van groene obligaties vanuit perspectief Agentschap

Mogelijke nadelen	Mogelijke voordelen
Hogere uitvoeringskosten. De externe monitoring die gepaard gaat met de governance van groene obligaties leidt tot hogere uitvoeringskosten.	**Draagt bij aan commitment groene doelstelling.** Doordat over de looptijd van de obligatie gecontroleerd wordt of verkregen middelen op de afgesproken wijze worden ingezet, leidt dat tot commitment over een langere periode. Dit is wel afhankelijk van de vormgeving.
Versnippering liquiditeit door extra obligatie. Doordat een extra obligatie van een ander type wordt uitgegeven, neemt het volume aan reguliere obligaties en daarmee de omvang van de primaire en secundaire markt voor reguliere obligaties af. Dit kan de liquiditeit negatief beïnvloeden.	**Draagt bij aan ontwikkeling markt groene obligaties.** Hier worden verschillende mechanismen genoemd: 1) zet hoge standaard voor governance, 2) is referentie (benchmark) voor commerciële partijen en 3) zorgt voor extra uitgifte door commerciële partijen (BIS 2020)
Verkregen middelen kunnen niet vrij worden ingezet. Bij een normale obligatie kunnen de verkregen middelen voor elke doelstelling worden ingezet. Voor groene obligaties geldt dat niet, die zijn gekoppeld aan een specifiek doel, dat is belemmerend.	**Bredere basis aan investeerders.** Vooral pensioenfondsen, beleggingsinstellingen (Boermans 2023[131]) en retailbeleggers (ECB 2022) hebben een voorkeur voor groene obligaties en zijn minder prijsgevoelig.
	Lagere rente. Voor zover momenteel nog sprake is van een lagere rente (groene premie) op NL staatsobligaties, leidt dit tot lagere financieringslasten.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

- Gianfrate et al. (2019) laten zien dat de extra kosten van de uitgifte van een groene obligatie, zoals de externe beoordeling vooraf (certificering) en de kosten van monitoring en rapportage, lager zijn dan het rentevoordeel. Zij concluderen dus dat financiering met groene obligaties voordelig is voor de uitgever, ook als alle kosten in ogenschouw worden genomen.
- Beleggers kijken niet alleen naar het label wel / niet groen, maar ook naar de kwaliteit van de obligatie zelf, in termen van certificering, monitoring en verslaggeving en naar de groene kwaliteit van de uitgever ECB (2022).
- Overheden die groene obligaties uitgeven stellen hogere eisen aan de kwaliteit van deze obligaties, dan marktpartijen gemiddeld doen bij de uitgifte van groene obligaties BIS (2020).
- De afgelopen paar jaar is binnen het eurogebied het aandeel schuld in handen van retailbeleggers toegenomen. Dit hangt samen met oplopende rentes op deze schuld, waar spaarrentes bij achterblijven. Redenen om in te zetten op verkoop aan particulieren kunnen zijn: het vergroten van de concurrentie op de

131 Preferred habitat investors in the green bond market - ScienceDirect

spaarmarkt, het vergroten van de beleggersbasis van DMOs, het verbeteren van toegang tot staatsobligaties voor deze groep en het vergroten van financiële kennis van particulieren. Er komen echter relatief hoge uitvoeringskosten bij kijken, uitgifte kan ten koste gaan van de financieringsbasis van banken doordat spaartegoeden verschuiven, het leidt tot versnippering van reeds bestaande obligatieprogramma's en particuliere beleggers kunnen staatsobligaties nu al kopen via online brokers of hun bank.

5.5 COVID

Relevantie

Het Agentschap heeft tijdens de COVID-pandemie veel geld opgehaald om de steunmaatregelen van de Nederlandse overheid mee te financieren. Daarom kijken we naar studies tijdens deze periode over: 1) de liquiditeit, 2) spreads en 3) effecten van centrale bank interventies.

Belangrijkste inzichten

Artikel	Onderwerp	Inzichten
Ermolov (2022)[132]	Liquiditeit	• In maart 2020 was de liquiditeit van staatsobligaties in de Verenigde Staten duidelijk minder door de COVID-19 pandemie. De FED had twee weken nodig om de liquiditeit van obligaties te normaliseren.
Duffie (2023)[133]	Liquiditeit	• Het opdrogen van de markt voor staatsobligaties in de VS kan worden verklaard door de beperkte balansruimte van dealers om te voldoen aan de vraag naar intermediatie op crisismomenten. Dit komt door strengere regulering (*leverage ratio*) en door een stijging van het obligatievolume in omloop. Het opdrogen van de markt tijdens COVID was hier een uiting van.
Fendel et al. (2021)[134]	Yields en spreads ten opzichte van Duitsland	• De aankondiging van EU-begrotingsmaatregelen door de EC had vooral effect op de risicopremies van zeer solvabele landen, zoals Duitsland en Nederland, mogelijk omdat beleggers verwachtten dat deze landen in de toekomst het grootste deel van de financieringslast zullen dragen. Beleggers verdisconteren dit in de rente.
Zhou et al. (2022)[135]	Yields	• In de eerste COVID-fase steeg de rente op staatsobligaties van 3, 5 en 10 jaar in Duitsland, terwijl die op US obligaties daalde. Dit duidt erop dat Duitsland op dat moment in mindere mate als veilige haven werd gezien. • In latere fasen van de crisis, daalt de rente in beide landen, waarschijnlijk doordat beleggers op zoek zijn naar een veilige haven. Dit duidt erop dat Duitsland op dat moment weer wel als veilige haven werd gezien.
ECB (2021)[136]	Yields	• De yields van staatsobligaties in het eurogebied reageren duidelijk op aankondigingen van monetair beleid en van EU-begrotingsbeleid, vooral via risicopremies. • Zwakkere landen profiteren meer van het onconventionele beleid van de ECB dan landen met een hogere kredietwaardigheid.

132 https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3619251
133 https://www.kansascityfed.org/Jackson%20Hole/documents/9726/JH_Paper_Duffie.pdf
134 https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612320317311
135 https://www.frontiersin.org/journals/environmental-science/articles/10.3389/fenvs.2022.881260/full
136 https://www.econstor.eu/handle/10419/237700

Artikel	Onderwerp	Inzichten
Andries et al (2021)[137]	Yields	• Het artikel vindt dat een hoger aantal COVID-besmettingen en -sterfgevallen en de reactie daarop van overheden hebben geleid tot onzekerheid onder beleggers in Europese staatsobligaties. COVID leidt dus tot een stijging van de risicopremies op staatsobligaties. • Dit geldt in versterkte mate voor de obligaties van landen met een hoge staatsschuld.
Zaremba et al. (2022)[138]	Yields	• Het uitbreken van COVID leidde tot hogere langetermijnpremies op staatsobligaties (gebaseerd op een brede groep landen ontwikkeld, opkomend)
Papavassiliou & Xia (2025)[139]	Yields	• Het artikel toont aan dat in de drie grote eurolanden (Duitsland, Frankrijk, Italië) tijdelijk sprake was van beperkte liquiditeit in de markt voor staatsobligaties in maart 2020. De verslechtering was wel beperkter dan tijdens de staatsschuldencrisis in de eurozone. Deze gelijktijdige liquiditeitsdruk is als systeemrisico te zien.
Moessner et al. (2022)[140]	Yields	• De aankondiging van PEPP door de ECB had duidelijk een groter neerwaarts effect op de risicopremie op staatsobligaties van eurolanden met een hoger risicoprofiel.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

Conclusies

- De COVID-pandemie leidde in maart 2020 tot verminderde liquiditeit op de markt voor staatsobligaties in zowel EU-landen als de Verenigde Staten.
- Landen met een hoge kredietwaardigheid, zoals Nederland, profiteerden van hun status als 'veilige haven' voor investeerders. Niet alleen was het makkelijker om snel kortlopend schuldpapier uit te geven, de voorwaarden waartegen dit gebeurde waren ook aantrekkelijker.
- De aankondiging van Europese steunmaatregelen leidt tot hogere risicopremies voor met name de meest solvabele landen zoals Duitsland en Nederland.
- De aankondiging van ECB-maatregelen zoals PEPP had duidelijk een groter neerwaarts effect op de risicopremie op staatsobligaties van eurolanden met een hoger risicoprofiel.

137 https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1062940821001431
138 https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612321001239
139 https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165176524006359
140 https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612321001367

6 Data-analyse

De sectie heeft twee doelen. Ten eerste om op basis van de yields en de spreads uitspraken te doen over de liquiditeit van Nederlandse staatsobligaties en het effect van beleid op de liquiditeit. Dit doen we aan de hand van een aantal beschrijvende statistieken en de synthetic control methode. Ten tweede stellen wij aan de hand van een modelanalyse vast of met de kennis van toen optimale keuzes zijn gemaakt in de uitgifte van DSLs. Deze modelanalyse kent een aantal beperkingen: renteswaps maken geen onderdeel uit van het model; het model gaat uit van het beleid met betrekking tot periodieke uitgave van schuld; het model bevat geen stochastische yieldcurve; de yieldcurve wordt constant verondersteld gedurende de analyseperiode.

6.1 Rente op staatsobligaties en spreads

6.1.1 Beschrijvende statistieken

De yield van een staatsobligatie bestaat uit de risicovrije rente, een risico-opslag voor het kredietrisico gerelateerd aan de kans op wanbetaling, een liquiditeitsopslag die varieert met de verhandelbaarheid van de obligatie en een termijnpremie[141]. Wanneer een obligatie een hoger kredietrisico heeft of minder goed verhandelbaar is, dan eisen de beleggers een hogere compensatie hiervoor in de vorm van een hogere yield.

Yields van Europese landen bewegen min of meer parallel aan elkaar (zie Figuur 6.1), waarbij monetair beleid de verschillen in de yields omlaag heeft gedrukt. De correlatie van de Nederlandse yield met de verschillende landen is hoog, de laagste correlatie over de weergegeven periode is 92,0 procent (Italië) en de hoogste 99,8 procent (Duitsland). Wanneer er een exogene schok te zien is in de Nederlandse yield dan is op hetzelfde moment een schok te zien in andere yields. De ECB-rentes worden gezien als richtwaardes waar de yields dichtbij zouden moeten bewegen, maar dit is vaak niet altijd het geval. Voor de weergegeven periode liggen de yields van Italië, Spanje en Portugal hoog t.o.v. andere landen. Nederland heeft vaak een net iets hogere yield dan Duitsland (het land dat meestal de laagste yields heeft). Duitse staatsobligaties worden dan ook beschouwd als nagenoeg risicovrij. Nederland wordt dus als zeer kredietwaardig gezien.[142]

---

141 Op de lange termijn zit de verwachting van toekomstig monetair beleid verwerkt en een extra risico-opslag op de yields. (dit heet de termijnpremie)

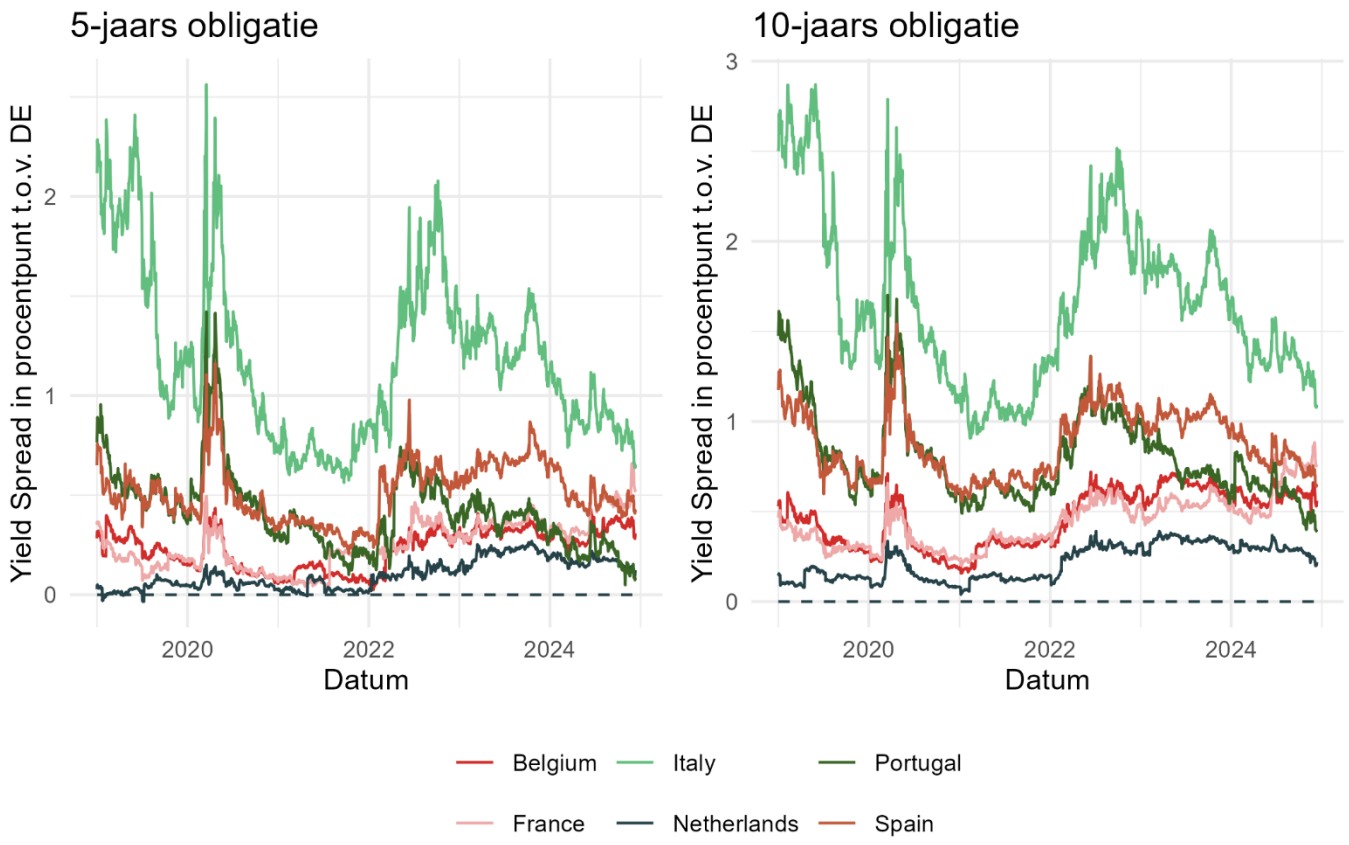
142 Dit blijkt ook uit de ratings van *credit rating agencies*. De ratings zijn op een hoog niveau en niet veranderd sinds 2014 (Aaa - Moody's), 2015 (AAA - S&P) en 2015 (AAA - Fitch). Het kan zelfs zo zijn dat Nederland kredietwaardiger is dan Duitsland als de liquiditeitspremie voor Nederlandse staatsobligaties lager is dan die voor Duitse staatsobligaties.

Figuur 6.1 Yields namen sterk toe, correlatie met andere landen behalve Duitsland nam af

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van Bloomberg data. ECB Boven: marginale beleningsrente. ECB midden: marginale beleningsrente. ECB onder: depositorente

Voor zowel 5-jaars als 10-jaarsobligaties heeft Nederland een lagere yield dan andere landen, behalve Duitsland (Figuur 6.2). Dit toont aan dat de opslagen voor risico en liquiditeit voor Nederland relatief laag zijn, wat een teken is van een hoge kredietwaardigheid en liquiditeit. Sinds 2020 blijven de yield spreads t.o.v. Nederland relatief stabiel. Wel verandert de spreiding in spreads. De spread van Italië t.o.v. Nederland is het hoogst, gevolgd door Spanje en Portugal. De spreads met Frankrijk en België zitten dicht bij elkaar en Duitsland heeft een negatieve spread, wat betekent dat de Duitse yield voor de 5 en 10-jaarsobligaties over het algemeen lager is dan de Nederlandse yield.

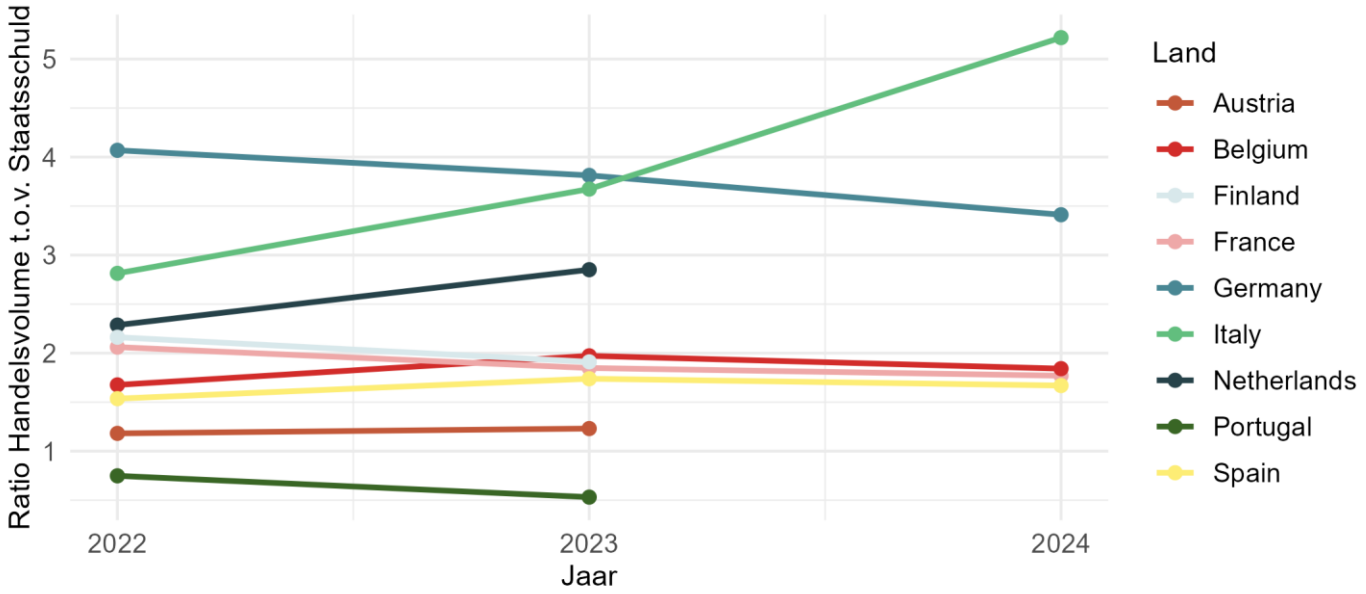
Figuur 6.2 Yield spreads ten opzichte van Duitsland laag ten opzichte van andere landen



Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van Bloomberg data

Een andere maatstaf van liquiditeit is de ratio van het handelsvolume ten opzichte van de staatsschuld. De beschikbare data gaan voor Nederland tot en met 2023, maar in 2022 en 2023 stond Nederland op plek 3 wat betreft het handelsvolume, met een toenemende trend. Italië en Duitsland scoorden het hoogst op deze indicator.

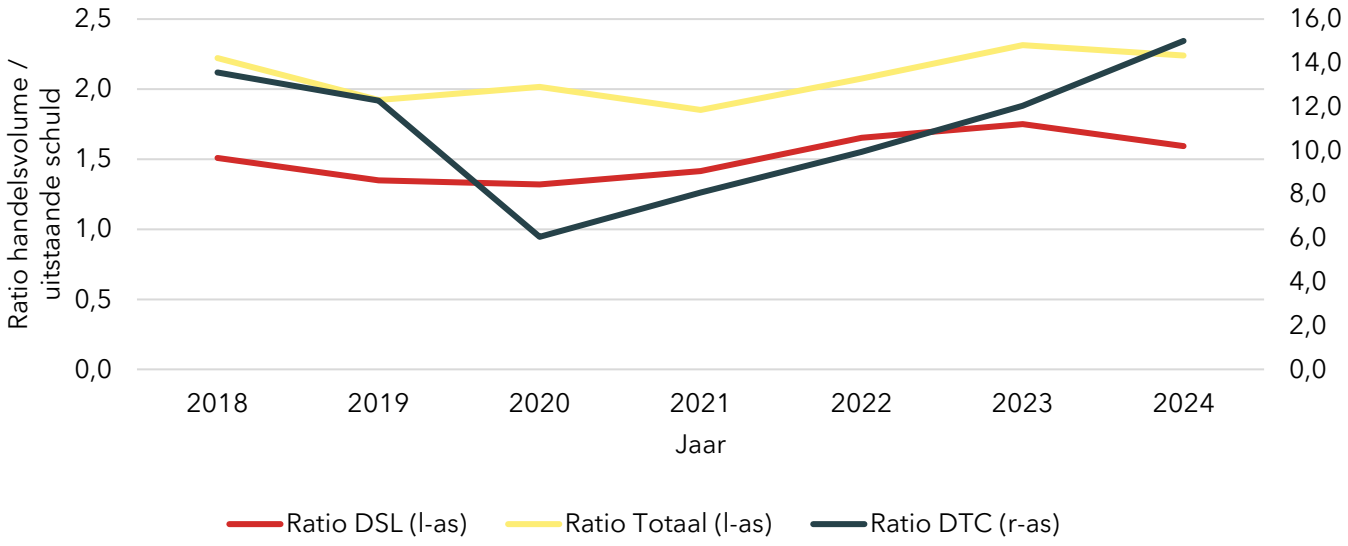
Figuur 6.3 Ratio van het handelsvolume van verschillende landen ten opzichte van de staatsschuld van een land



Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van the International Capital Market Association (ICMA) en het IMF

Als we op Nederland inzoomen in Figuur 6.4, zien we dat de ratio van het handelsvolume naar uitstaande schuld tussen 2023 en 2024 stabiel was voor het totaal, maar stijgend was voor DTCs.[143] De figuur laat verder zien dat DTCs relatief meer verhandeld worden dan DSLs, met een afname in 2020 gevolgd door een toename. De sterke afname in 2020 is waarschijnlijk het gevolg van de coronacrisis. Partijen kochten kortlopend schuldpapier en hielden dat vast. Bij DSLs is er een lichte toename na 2020, maar er is geen afname in 2020.

Figuur 6.4 De ratio van het handelsvolume van DSLs en DTCs ten opzichte van de uitstaande schuld stijgt na 2020



143 De definities tussen figuren Figuur 6.3 en Figuur 6.4 verschillen. De lezer dient dus vooral te letten op de trends en niet op de hoogte van de cijfers voor Nederland.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

6.1.2 Synthetic control methode

Met de synthetic control methode toetsen wij twee beleidswijzigingen. Ten eerste toetsen wij of de introductie van meer flexibiliteit over de invulling van veilingen, per 2020, heeft geleid tot een verminderde consistentie en daarmee tot een hogere yield spread. Ten tweede toetsen wij of de nieuwe beloningssystematiek voor Primary dealers vanaf 2023 heeft geleid tot meer liquiditeit op de secundaire markt, gemeten door een lagere bid-ask spread. Voor deze analyse passen wij de synthetic control methode toe. In de vorige evaluatie is deze methode ook toegepast om het effect van de introductie van de bandbreedte bij kapitaalmarktuitgiften per 2016 op de yield spread te onderzoeken. In een wetenschappelijk artikel, dat op de vorige evaluatie voortbouwde, hebben Verheuvel et al. (2023)[144] aangetoond dat de synthetic control methode de meest geschikte methode is om dergelijke beleidswijzigingen aan te tonen. De meer gangbare difference-in-differences methode kan tot onjuiste conclusies leiden. Onderstaande box licht de methode verder toe.

Box 6.1 Toelichting synthetic control methode

De difference-in-differences methode meet het effect van een beleidswijziging door de uitkomstvariabele van het land met de beleidswijziging (*treatment unit)* te vergelijken met het ongewogen gemiddelde van de uitkomstvariabele van landen zonder beleidswijziging (*control units).* Als er veel control units beschikbaar zijn, is dit in de regel een valide methode. Echter, als dat niet zo is, dan kan het ongewogen gemiddelde ertoe leiden dat de resultaten van de effectmeting vertekend zijn. De synthetic control methode corrigeert dit door de gewichten van de control units zo te bepalen dat het gewogen gemiddelde zo goed mogelijk de Nederlandse uitkomstmaat voor de beleidswijziging weerspiegelt. Als het gewogen gemiddelde van bijv. de yield spread (synthetisch Nederland) in de periode voorafgaand aan de beleidswijziging nagenoeg gelijk is aan de yield spread van Nederland, dan is dit een indicatie dat deze groep landen Nederland goed weerspiegelt. De kern van de methode is de aanname dat dit synthetische Nederland *na* de beleidswijziging eigenlijk het Nederland zonder beleidswijziging weerspiegelt. Nederland zelf heeft wel een beleidswijziging doorgevoerd. Het verschil in de yield spread tussen Nederland en synthetisch Nederland na de beleidswijziging is dan het effect van de beleidswijziging. Zie Verheuvel et al. (2023) voor een verdere toelichting van de methode.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

Flexibiliteit en yield spread

De beleidswijziging van meer flexibiliteit zetten wij op 2020Q1, toen ging deze van kracht alhoewel deze al wel iets eerder was aangekondigd. Wij bepalen de gewichten van de landen op basis van de periode 2017Q1-2019Q4. Wij meten het effect van de beleidswijziging in de periode 2020Q1-2024Q4. De uitkomstvariabele van deze analyse is de yield spread van de 10-jaarsobligaties vis-a-vis de Duitse yield op 10-jaarsobligaties. Wij bepalen de gewichten van de landen door de gemiddelden van de yield spread, industriële productie en de staatsschuldratio te matchen met deze uitkomstmaten voor Nederland. Dit leidt tot de volgende gewichten (Tabel 6.1). Nederland bestaat voornamelijk uit een combinatie van Finland (68 procent) en Duitsland (31,8 procent). De Duitse yield spread is 0. Omdat Nederland het grootste deel van de tijd de laagste yield spread van de onderzochte landen heeft, zou het zonder Duitsland mee te nemen niet mogelijk zijn om een goede controlegroep te vinden, omdat de gemiddelde yield spread dan altijd boven de Nederlandse zou liggen. De gemiddelde yield spread van Nederland is 0,173 en voor synthetisch Nederland 0,170, wat dus zeer dicht bij elkaar ligt. Het ongewogen gemiddelde bedraagt 0,63 wat duidelijk geen goede vergelijking voor Nederland zou zijn. Dit toont aan dat de synthetic control methode de meest geschikte methode is voor deze analyse.

144 Verheuvel, N., Witteman, J., & Vlaanderen, M. (2023). Synthetic Control Method for Dutch Policy Evaluation. *De Economist*, *171*(1), 51–83

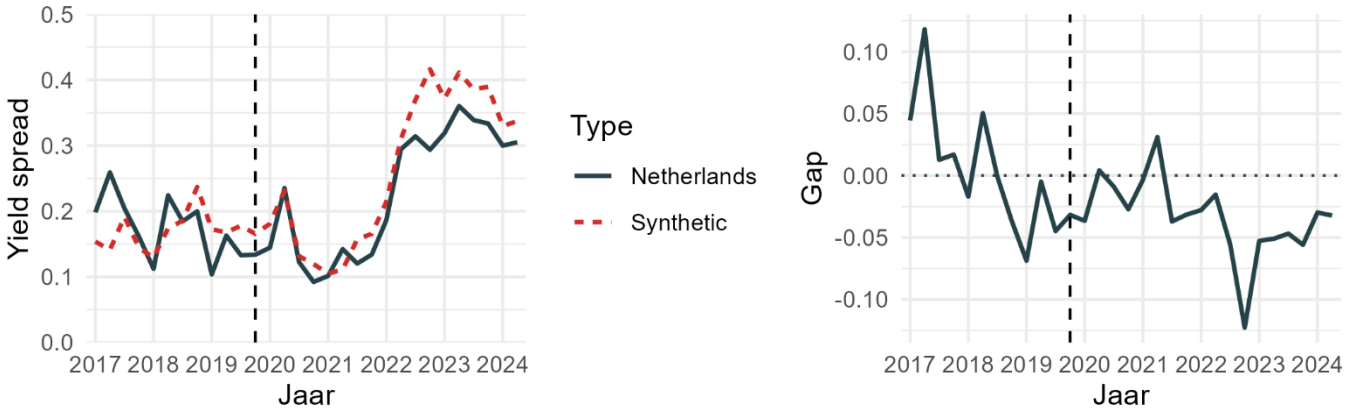
Tabel 6.1 Gewichten landen in synthetic control methode voor effectmeting introductie meer flexibiliteit

Land	Gewicht
België	0.000
Duitsland	0.318
Finland	0.680
Italië	0.000
Oostenrijk	0.001
Spanje	0.000
	Gemiddelde yield spread 2017Q1 - 2019Q4
Nederland	0.173
Synthetisch Nederland	0.170
Ongewogen gemiddelde	0.630

Bron: SEO Economisch Onderzoek

De conclusie is dat de toename in flexibiliteit niet heeft geleid tot een hogere yield spread op de Nederlandse staatsschuld. Dit betekent dat de toegenomen flexibiliteit niet ten koste is gegaan van de consistentie en transparantie. Een nadere analyse van het verschil tussen Nederland en synthetisch Nederland toont aan dat deze in de periode voorafgaand aan 2020 zowel positief als negatief was, maar gemiddeld dus 0. In de eerste twee jaar na de invoering van meer flexibiliteit in 2020 ligt de Nederlandse yield spread licht onder de yield spread van synthetisch Nederland maar dit effect fluctueert en is soms ook nul. Ruim 2,5 jaar na de beleidswijziging zien we dat de Nederlandse yield spread beduidend lager is dan de yield spread van synthetisch Nederland, maar we achten het niet aannemelijk dat dit toe te wijzen is aan de beleidswijziging per 2020.

Figuur 6.5 Yield spread Nederland en synthetisch Nederland voor 2020 vergelijkbaar, na 2020 geen duidelijk verschil



Bron: SEO Economisch Onderzoek. Linkerfiguur toont de yield spread van Nederland en synthetisch Nederland, rechterfiguur toont het verschil tussen deze twee. Positief verschil betekent dat Nederlandse yield spread hoger ligt dan de synthetische yield spread. Stippellijntje geeft 2020Q1 weer.

Beloningssystematiek Primary dealers en bid-ask spread

De wijziging van de beloningssystematiek voor Primary dealers zetten wij op 2023Q1, toen ging deze van kracht alhoewel deze al wel iets eerder was aangekondigd. Wij bepalen de gewichten van de landen op basis van de

periode 2019Q1-2022Q4. Wij meten het effect van de beleidswijziging in de periode 2023Q1-2024Q4. De uitkomstvariabele van deze analyse is de bid-ask spread op 10-jaarsobligaties. Wij bepalen de gewichten van de landen door de gemiddelden van de bid-ask spread, yield, industriële productie en de staatsschuldratio te matchen met deze uitkomstmaten voor Nederland. Dit leidt tot de volgende gewichten (Tabel 6.2). Synthetisch Nederland bestaat wederom uit Finland (58,8 procent) en Duitsland (41,2 procent). De gemiddelde bid-ask spread voor Nederland en synthetisch Nederland is gelijk in de periode voor de beleidswijziging. Echter, de synthetische controlegroep volgt de ontwikkelingen in de Nederlandse bid-ask spread tussen 2019-2022 minder nauwkeurig dan in de analyse van de yield spread. Dit betekent dat de resultaten met enige voorzichtigheid geïnterpreteerd dienen te worden.

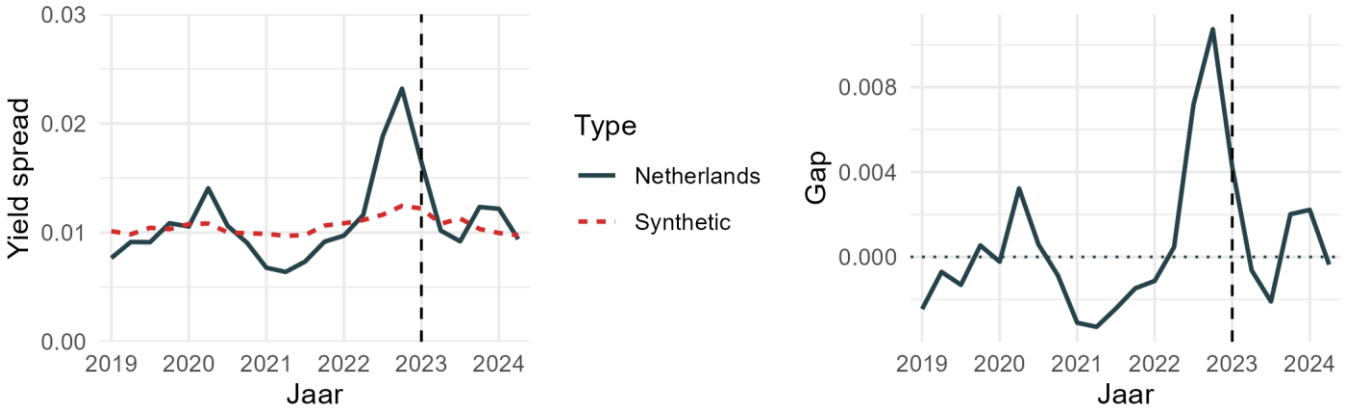
Tabel 6.2 Gewichten landen in synthetic control methode voor effectmeting beloningssystematiek Primary dealers

Land	Gewicht
België	0.000
Duitsland	0.412
Finland	0.588
Frankrijk	0.000
Italië	0.000
Oostenrijk	0.000
Spanje	0.000
	Gemiddelde bid-ask spread 2019Q1 - 2022Q4
Nederland	0.011
Synthetisch Nederland	0.011
Ongewogen gemiddelde	0.007

Bron: SEO Economisch Onderzoek

De conclusie is dat de nieuwe beloningssystematiek op korte termijn samenging met een lagere bid-ask spread en dus een hogere liquiditeit. Dit is een voorzichtige indicatie dat de nieuwe beloningssystematiek bijdraagt aan liquiditeit en Primary dealers betere prikkels geeft om de liquiditeit van de Nederlandse staatsobligaties te bevorderen. De onzekerheid bij deze analyse is echter groter dan bij de vorige analyse omdat de fit in de periode voor de beleidswijziging minder goed is. Verder lag ongeveer een half jaar na de beleidswijziging de Nederlandse bid-ask spread boven de controlegroep, wat duidt op een afgenomen liquiditeit, zoals we al eerder hebben gesignaleerd in dit rapport. We achten het niet aannemelijk dat dit toe te wijzen is aan de nieuwe beloningssystematiek.

Figuur 6.6 Bid-ask spread Nederland en synthetisch Nederland voor 2023 vergelijkbaar, na 2023 afname in Nederlandse bid-ask spread



Bron: SEO Economisch Onderzoek. Linkerfiguur toont de bid-ask spread van Nederland en synthetisch Nederland, rechterfiguur toont het verschil tussen deze twee. Positief verschil betekent dat Nederlandse bid-ask spread hoger ligt dan de synthetische yield spread.

6.2 Backtesting

6.2.1 Inleiding

We maken gebruik van backtesting om te toetsen in hoeverre er in het verleden optimale keuzes zijn gemaakt in het uitgiftebeleid, waarbij we als uitgangspunt de kennis van toen nemen. Dit houdt in dat we een sprong terug in de tijd maken in de status en samenstelling van de staatsschuld en verschillende varianten qua uitgiftebeleid berekenen. Elke variant in de uitgiftestrategie leidt naar verwachting tot een unieke ontwikkeling van het staatsschuldportfolio, wat leidt tot uiteenlopende kosten en uiteenlopende risico's. Door het daadwerkelijk gerealiseerde scenario te vergelijken met de varianten is het mogelijk om in te zien of de gemaakte keuzes optimaal waren in (ten minste) twee opzichten:

1. het zo goedkoop mogelijk financieren van de staatsschuld; en
2. de risico's beperkt te houden.

Een belangrijk element van de backtesting is om de alternatieve uitgiftestrategieën te ontwerpen en evalueren op basis van de *kennis van toen*. In januari 2020 stond het bijvoorbeeld op niemands netvlies dat er later dat jaar sprake zou zijn van een wereldwijde pandemie, waardoor de overheidsuitgaven in een korte tijd harder stegen dan geraamd. Het is dan ook niet realistisch om de gerealiseerde uitgiftestrategie te vergelijken met een die optimaal is ontworpen gezien deze onvoorspelbare, wereldwijde schok. Desalniettemin vormen de ontwikkelingen gedurende de pandemie wel een relevante casus waarmee de schokbestendigheid van uitgiftestrategieën kan worden getoetst. De *kennis van toen* baseren we op verschillende bronnen, waaronder jaarlijkse en kwartaalpublicaties van het Agentschap ("Outlook"), en ramingen van het CPB.

De backtesting maakt uitgebreid gebruik van het een model dat sinds 2019 ontwikkeld is voor het Agentschap.[145] Dit model simuleert het uitgiftebeleid gegeven actuele ramingen van economische ontwikkelingen, de laatste uitgifteplannen, en gegeven parameters die de voorkeuren en het gedrag van het Agentschap samenvatten. Dit

[145] SEO Economisch Onderzoek heeft dit model in opdracht van het Agentschap opgezet.

model is niet openbaar. Het model kent ook beperkingen. Zo bevat het model geen stochastische yieldcurve. Dit betekent dat de gevolgen van onzekerheid over toekomstige renteontwikkelingen niet worden meegenomen. Ook zit de mogelijkheid om renteswaps te gebruiken niet in het model.

De analyse neemt de status quo helemaal aan het begin van 2019 als uitgangspunt voor verdere berekeningen. Het simuleert vervolgens de ontwikkelingen in het portfolio van de staatsschuld, waarbij de totale uitstaande schuld te allen tijde overeenkomt met de benodigde omvang gezien de omvang van de bestaande staatsschuld en het financieringstekort (of –overschot[146]). Het portfolio bestaat uit drie onderdelen, namelijk:

- DSLs, die veelal regulier worden uitgegeven en wiens volume in het algemeen geleidelijk toeneemt via *taps* na de initiële uitgifte. De maximale looptijd van DSLs is in de praktijk 30 jaar;
- DTCs, wat kortlopend waardepapier is. Gemiddeld genomen heeft het een looptijd tussen de 3 en 6 maanden;
- CP, wat zeer kortlopende schuld is, zeer flexibel in volume en vooral bedoeld is om eventuele tijdelijke 'gaten' op te vullen.

De drie onderdelen hebben elk uiteenlopende volumes en achterliggende yields. De precieze samenstelling van het portfolio bepaalt dus te allen tijde wat de gemiddelde looptijd van de staatsschuld is, wat de financieringslasten zijn van de uitstaande schuld, en welk aandeel op korte termijn (<12 maanden) herfinanciering vereist (ook wel RRB genoemd). Voor alle drie de elementen hanteert het Agentschap specifieke doelen:

- De gewenste gemiddelde looptijd is vastgelegd op minimaal 8 jaar;
- De financieringslasten zijn idealiter zo laag mogelijk;
- Het RRB heeft een maximum van 25 procent.[147]

De mate waarin een uitgiftestrategie succesvol is hangt af van de mate waarin de bovenstaande doelen worden bereikt.

Het model maakt het mogelijk om de doelen bij te stellen, of om bepaalde uitgifteparameters aan te passen en vervolgens te berekenen in hoeverre de doelen haalbaar zijn en 'betere' resultaten opleveren. Er zijn veel varianten mogelijk qua doelen en parameters, waardoor het belangrijk is om deze te beperken tot een selecte set aan realistische alternatieven. De backtesting richt zich binnen dit onderzoek met name op de verschuiving van de gemiddelde looptijd. Als alternatief voor de target van 8 jaar (zo snel mogelijk te bereiken gegeven de overige beleidsparameters) toetsen we wat er met het portfolio, de financieringskosten en het RRB gebeurt wanneer de target op 6, 7, 9 of 10 jaar gezet zou zijn. We nemen als uitgangspunt de portfolio helemaal aan het begin van 2019, voordat de gerealiseerde wijzigingen in de uitgiftestrategie waren doorgevoerd. Hoewel het model in staat is om de dynamiek van het portfolio ver in de toekomst door te rekenen richt de analyse zich op de jaren 2020-2024. Dit maakt het mogelijk om aan te sluiten bij de financieringstekorten van de Verkenning Middellange Termijn die het CPB eind 2019 heeft gepubliceerd.

De onderstaande tabel biedt een overzicht van de cijfers die we als inputs hanteren voor het financieringstekort[148] en de modelsimulatie.

---

146 Dit was in 2019 nog niet het geval, maar nemen we wel als uitgangspunt omdat dit voor het grootste deel van de periode het doel was.

147 Tot 2023 gold er een maximum van 30 procent.

148 We stellen in de modelsimulatie het EMU-tekort gelijk aan het kastekort. In werkelijkheid zijn deze twee dingen niet hetzelfde.

Tabel 6.3 Achterliggende cijfers voor de berekening van de financieringsbehoeften

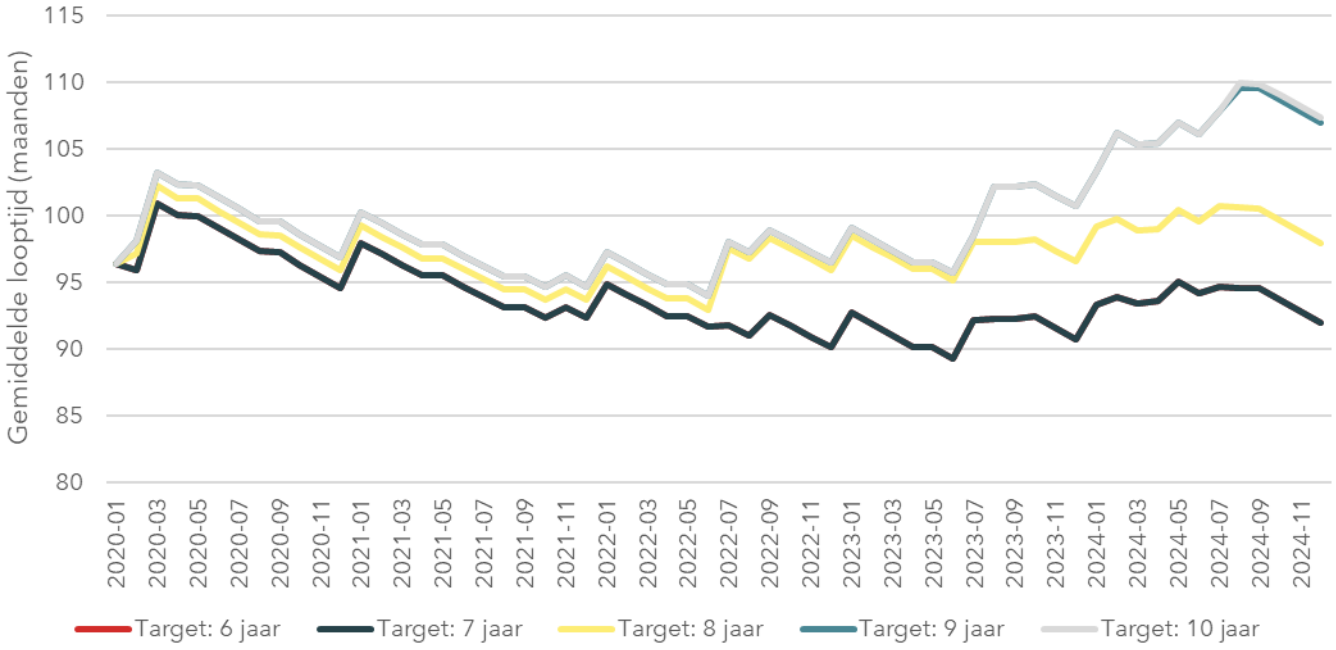
Jaar	BBP (nominaal)	BBP groei t.o.v. jaar ervoor (%)	EMU-tekort (%)	EMU-tekort (volume)
2019	€ 829.767 mln.	-	-	-
2020	€ 846.362 mln.	2%	-0,3%	€ -2.539 mln.
2021	€ 863.290 mln.	2%	-0,7%	€ -6.043 mln.
2022	€ 876.239 mln.	1,5%	-0,5%	€ -4.381 mln.
2023	€ 889.383 mln.	1,5%	-0,3%	€ -2.668 mln.
2024	€ 902.723 mln.	1,5%	-0,2%	€ -1.805 mln.

Bron: CPB (2019) en berekeningen uitgevoerd door SEO

6.2.2 Modelsimulatie: Verschillende looptijden

Figuur 6.7 geeft de gemiddelde looptijd van het portfolio voor de jaren 2020-2024 weer op basis van de vier targets qua looptijd. De gemiddelde looptijd ligt aan het begin van de periode bijna exact op 96 maanden. Hierna lopen de paden voor de gemiddelde looptijd uiteen, afhankelijk van de target. Uit de figuur blijkt dat een verschuiving van de doelstelling slechts deels haalbaar is zonder dat de aanpak rondom de reguliere uitgifte mee verandert. Het overgrote merendeel van het portfolio bestaat uit schuldpapier met een *maximale* looptijd van 10 jaar ten tijde van de uitgifte, die daarna automatisch daalt. Enkel de 30-jaars DSL en eventuele non-reguliere uitgiften met een lange looptijd van bijvoorbeeld 20 jaar kunnen de gemiddelde looptijd omhoog brengen. Doordat het financieringstekort als klein was geraamd is er echter weinig tot geen ruimte binnen het standaard uitgiftebeleid voor non-reguliere uitgiften waarmee de gemiddelde looptijd sneller zou kunnen stijgen. In het standaard uitgiftebeleid vinden non-reguliere uitgiften immers alleen plaats wanneer het financieringstekort niet via reguliere uitgiften of taps kan worden gerealiseerd en het overgebleven tekort voldoende groot is zodat het niet met CP kan worden gefinancierd. Door de beperkte ruimte om de looptijd binnen het gegeven beleid te verkorten komen de gesimuleerde portfolio's voor een doellooptijd van 6 en 7 jaar vrijwel volledig overeen.

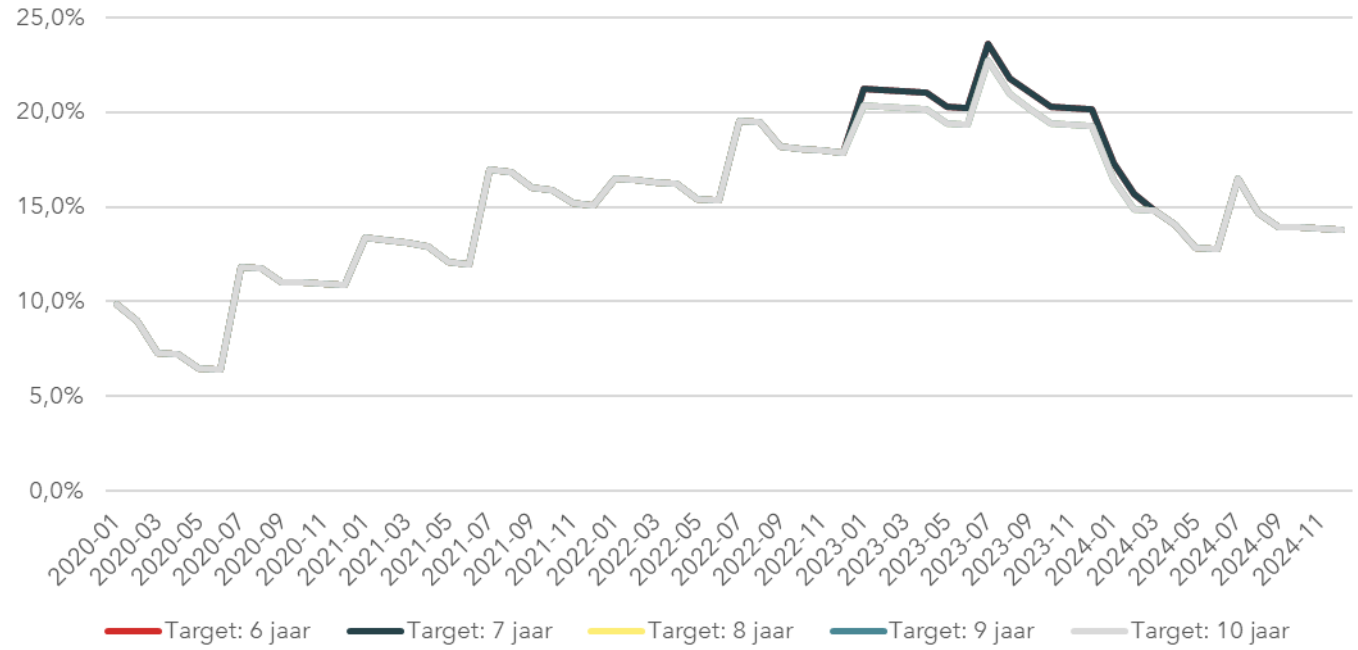
Figuur 6.7 Gemiddelde looptijd portfolio bij vier verschillende targets



Bron: SEO Economisch Onderzoek. De lijnen voor een target van 6 jaar en 7 jaar vallen vrijwel geheel samen en zijn daarom niet apart weergegeven.

Figuur 6.8 laat zien wat er met het RRB gebeurt bij verschillende targets in de gemiddelde looptijd. Uit deze figuur blijkt dat de bekeken periode in de verwachting vrijwel onaangetast zou zijn door de keuze in de gemiddelde looptijd. Dit heeft meerdere redenen. Ten eerste bestaat het schuldportfolio aan het einde van 2019 grotendeels uit langlopende schuld, waarvan de meerderheid nog niet verloopt in de periode 2020-2024. Verschuivingen in het RRB gebeuren met name als gevolg van kortlopend schuldpapier, zoals DTCs en CPs. Doordat de verwachte financieringsbehoeften klein zijn in deze periode is er naast de reguliere uitgifte en de reguliere taps weinig noodzaak tot additioneel schuldpapier (zoals een extra DSL of een CP).

Figuur 6.8 Het 1-jaars herfinancieringspercentage schommelt gedurende de jaren, maar blijft consistent onder de 25%. In de eerste jaren na het nieuwe target verschuift er vrijwel niks in de herfinancieringsbehoeften

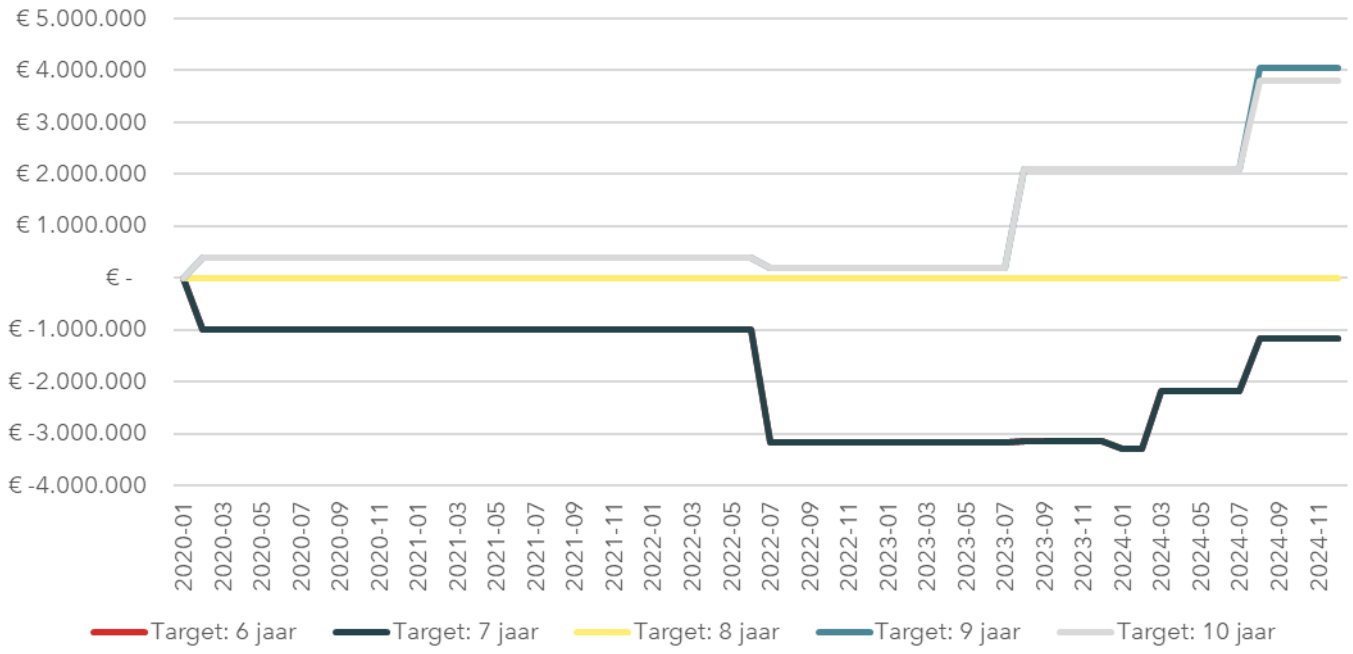


Bron: SEO Economisch Onderzoek

Ten slotte zijn er nog de financieringslasten. De onderstaande Figuur 6.9 laat zien wat het verschil in de financieringslasten is van de verschillende looptijden ten opzichte van het baseline scenario waarbij het doel 8 jaar is. Doordat de yieldcurve een stijgende lijn vormde eind 2019 is het vrijwel per definitie het geval dat een looptijd met een langere target gepaard gaat met hogere financieringslasten.[149] Dit is ook in de figuur terug te zien. De conclusie die hieruit volgt is echter niet dat het had geloond om op een kortere looptijd te mikken. Wanneer de portfolio bestaat uit schuldpapier met een lange looptijd staat immers ook de rente voor een lange periode vast. Als er dan een schok plaatsvindt waardoor de rente stijgt is het merendeel van het portfolio onaangetast als er een langere looptijd is: enkel nieuw schuldpapier heeft met de stijgende rente (en dus stijgende financieringslasten) te maken. Om de waarde van verlengen (die zich pas na enkele jaren realiseert als rentes stijgen) goed mee te nemen in een analyse van optimale looptijdkeuze is een model met een stochastische yieldcurve nodig.

149 De yieldcurve wordt constant verondersteld over de hele periode.

Figuur 6.9 De portfolio's die op een kortere looptijd mikken hadden in de verwachting lagere financieringslasten



Bron: Berekeningen door SEO

6.2.3 Modelsimulatie: Schokbestendigheid

Deze sectie laat zien hoe de verschillende targets in de gemiddelde looptijd hadden uitgepakt gezien de gerealiseerde paden in het financieringstekort en in de rente. Ex ante was er de verwachting dat de rentes laag zouden blijven en het financieringstekort minimaal zou zijn, maar ex post is het tegenovergestelde waar: de overheidsuitgaven namen als gevolg van de pandemie toe en sinds 2022 is de rente sterk gestegen als gevolg van de hoge inflatie.

De vorige sectie liet zien wat er met de financieringslasten gebeurt onder stabiele tijden onder verschillende targets. Deze sectie richt zich op de evolutie van financieringslasten wanneer er schokken plaatsvinden in de omvang van de staatsschuld én in de rente.

Scenario-onderdeel 1: Groter financieringstekort

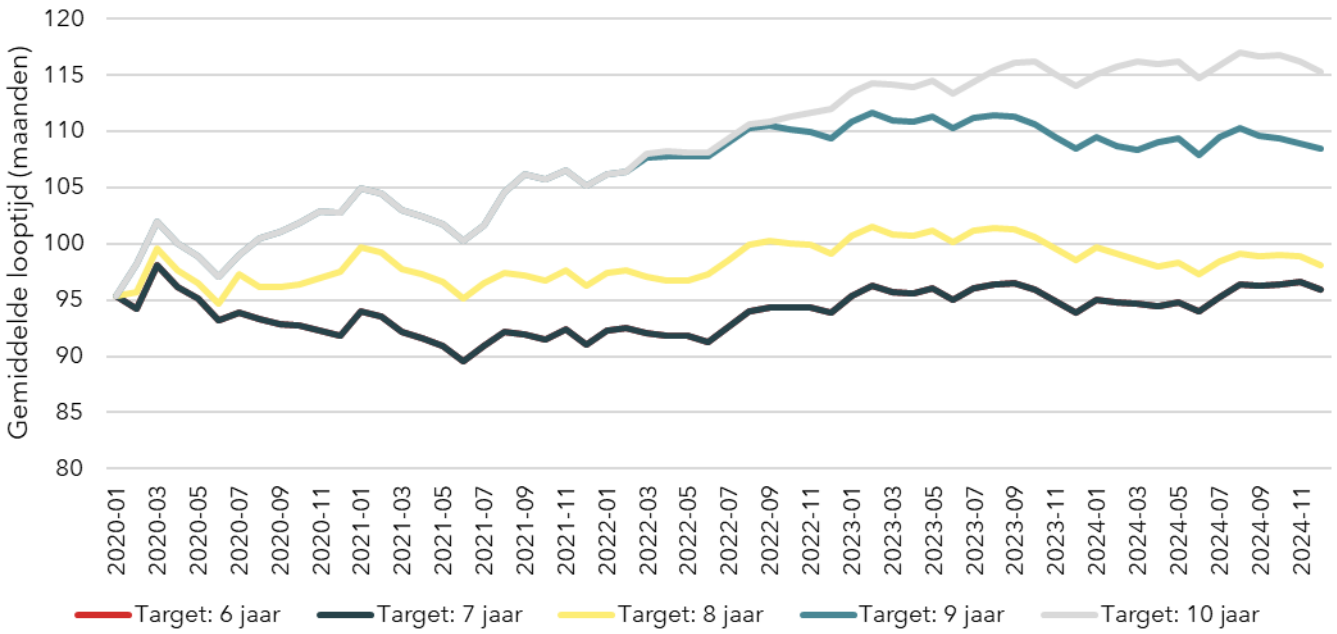
Aan het begin van 2020 was het nog niet bekend dat er een grootschalige pandemie aan zou komen, noch wat de budgettaire effecten zouden zijn voor de Staat. Hierdoor waren ex ante de ramingen omtrent de ontwikkelingen in het financieringstekort gematigd en bleken de daadwerkelijke financieringsbehoeften veel groter te zijn. Ter referentie laat Tabel 6.4 zien welke ontwikkelingen in de EMU-schuld *ex ante* werden verwacht en wat de gerealiseerde ontwikkelingen waren. Om de schokbestendigheid van de alternatieven voor de target looptijd te toetsen berekenen we wat er met de gemiddelde looptijd, het RRB en de financieringskosten was gebeurd bij de hogere behoefte aan financiering.

Tabel 6.4 Het gerealiseerde tekort is in de meeste jaren groter geweest dan aanvankelijk verwacht. Dit komt met name door uitgaven veroorzaakt door de pandemie en expansief begrotingsbeleid

Jaar	Financieringstekort (geraamd)	Financieringstekort (gerealiseerd)
2020	€ -2.539 mln	€ -37.888 mln
2021	€ -6.043 mln	€ -20.234 mln
2022	€ -4.381 mln	€ -28.975 mln
2023	€ -2.668 mln	€ -5.572 mln
2024	€ -1.805 mln	€ -22.540 mln

Bron: CPB (2019), het Agentschap (2025) en CBS (2025)

Figuur 6.10 De gemiddelde looptijden lopen verder uit elkaar. Doordat het financieringstekort groter is dan in het baseline scenario, is er meer ruimte om te tappen in langlopend schuldpapier of om nieuwe langlopende DSLs uit te geven

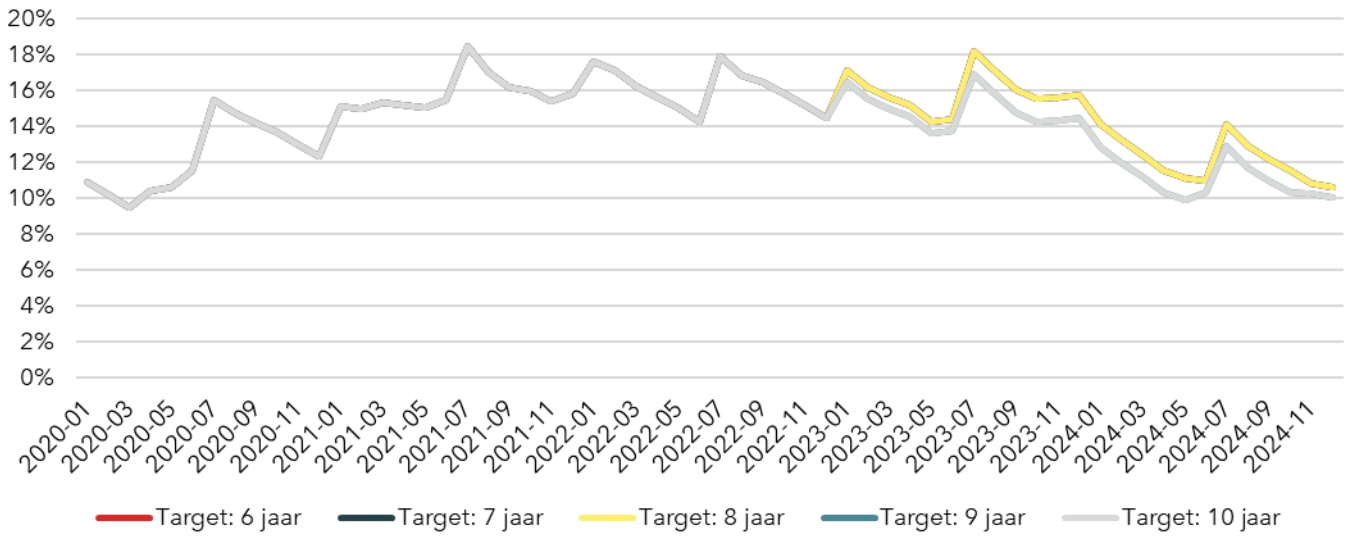


Bron: Berekeningen door SEO. De lijnen voor een target van 6 jaar en een target van 7 jaar vallen vrijwel geheel samen

Uit Figuur 6.11 blijkt dat de gemiddelde looptijden beter aansluiten bij de gestelde doelen. Ook hier is echter zichtbaar dat de targets van 6 en 7 jaar niet haalbaar zijn zonder dat er overige uitgifteparameters veranderen, zoals de looptijd van de reguliere uitgiften of de omvang van het uitstaande doelvolume voor kortlopende DTCs.[150] Voor portfolio's met een target looptijd van 8 jaar of meer is er vanwege het grotere, gerealiseerde begrotingstekort meer ruimte om ofwel bij te tappen in DSLs die aansluiten bij de gewenste gemiddelde looptijd, of om additionele DSLs uit te geven wiens looptijd ook het gemiddelde in de juiste richting brengt. De schok in de overheidsuitgaven had het dus (ceteris paribus) makkelijker gemaakt om alternatieve doelen met een hogere looptijd te volgen.

[150] Dit zou wel mogelijk zijn als renteswaps worden ingezet. Deze maken echter geen onderdeel uit van de modelanalyse.

Figuur 6.11 Het RRB is na verloop van tijd lager voor portfolio's die een target gemiddelde looptijd van meer dan 8 jaar hebben. De lijnen overlappen vrijwel volledig binnen de bekeken periode

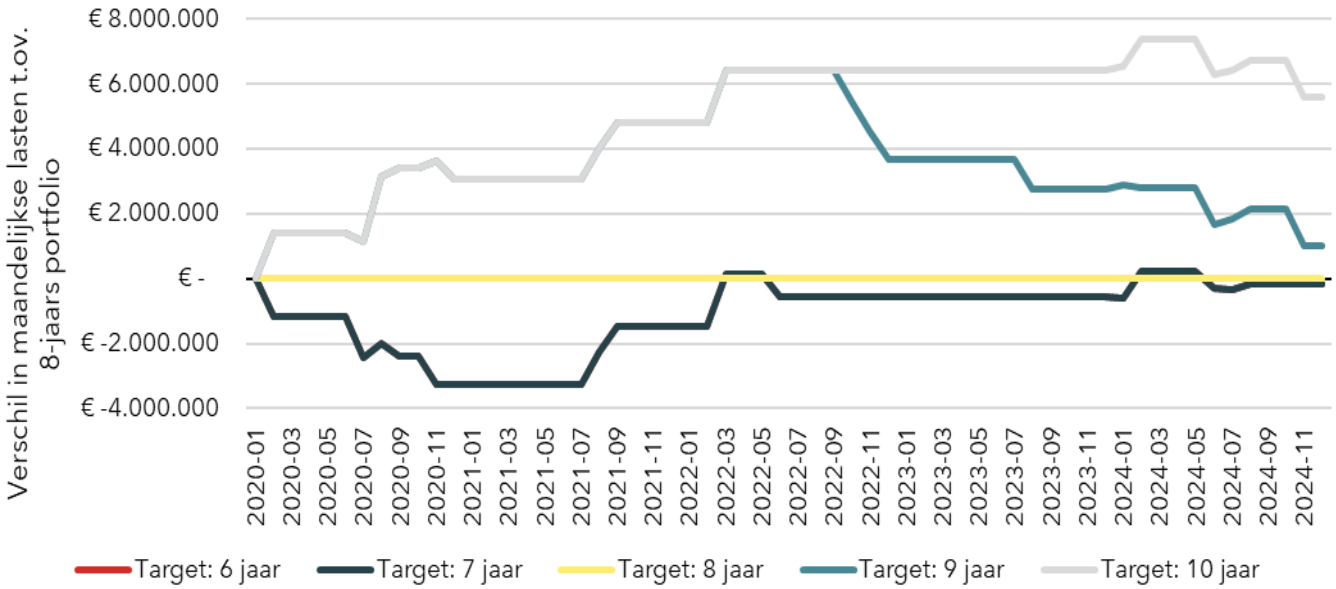


Bron: Berekeningen door SEO

Figuur 6.11 laat zien dat het RRB vrijwel constant is gebleven onder alle targets en enkel vanaf 2023 uit elkaar zou lopen tussen de verschillende alternatieven. De lijnen voor de target van alle targets overlappen volledig tot het begin van 2023. Hierna is het RRB identiek voor de targets van 6, 7 en 8 jaar binnen de bekeken periode. Ook voor de targets van 9 en 10 jaar overlappen de lijnen exact gelijk. Bij elke target is de verwachting dat het uitgiftebeleid zou voldoen aan het criterium om onder de 25 procent te blijven. De schommelingen zijn binnen de bekeken periode minimaal.

Ten slotte toont Figuur 6.12 hoe de financieringslasten verschillen tussen de portfolio's behorende bij de verschillende targets. De figuur weergeeft de verschillen in de maandelijkse lasten ten opzichte van het baseline portfolio met een target gemiddelde looptijd van 8 jaar. Doordat de yield curve een positieve helling heeft, zijn de kosten voor portfolio's met een langere looptijd hoger dan voor de portfolio's met een kortere looptijd. Het portfolio met een target van 10 jaar pakt het duurst uit, en kost gemiddeld genomen ongeveer euro 6.000,000 meer per maand dan het portfolio met een target van 8 jaar. De kosten van de portfolio's met een kortere target dan 8 jaar zijn lichtelijk lager dan de baseline. De mate waarin deze portfolio's gebruik kunnen maken van de relatief lage yields voor korte maturities is beperkt; de eerdere figuur in deze sectie die de gemiddelde looptijd laat zien toont immers dat deze looptijd binnen de bekeken periode niet in de buurt komt van de target. Door overige uitgifteparameters te veranderen, zou het mogelijk zijn om deze portfolio's goedkoper te maken.

Figuur 6.12 Financieringslasten zijn in het algemeen hoger bij portfolio's met een langere looptijd



Bron: Berekeningen door SEO

Scenario-onderdeel 2: Stijgende rente

Het eerste deel van het scenario laat zien dat een target voor een korte looptijd zou resulteren in de laagste lasten. Echter is het relevant om mee te nemen dat niet alleen het begrotingstekort groter was dan geraamd, maar dat ook de rentes stegen. In 2022 heeft de ECB de beleidsrentes meerdere malen verhoogd. Ook in de periode hierna hebben er wijzigingen in de rente plaatsgevonden, waarbij de rente met name is toegenomen. Het resultaat hiervan is dat de yieldcurve omhoog is geschoven, waardoor zowel kortlopend als langlopend schuldpapier duurder is geworden.

De portfolio's met een lange gemiddelde looptijd hebben op de korte termijn een lagere RRB. Dit houdt in dat er minder nieuw schuldpapier uit hoeft te worden gegeven tegen de nieuwe, hogere rentes. Het uitgeven van langlopend schuldpapier wanneer de rentes laag zijn zorgt dus voor een zekere bescherming tegen renteschokken. In periodes wanneer de rente juist hoog is en de kans op *negatieve* renteschokken toeneemt loont het zich juist om kortlopend schuldpapier uit te geven.

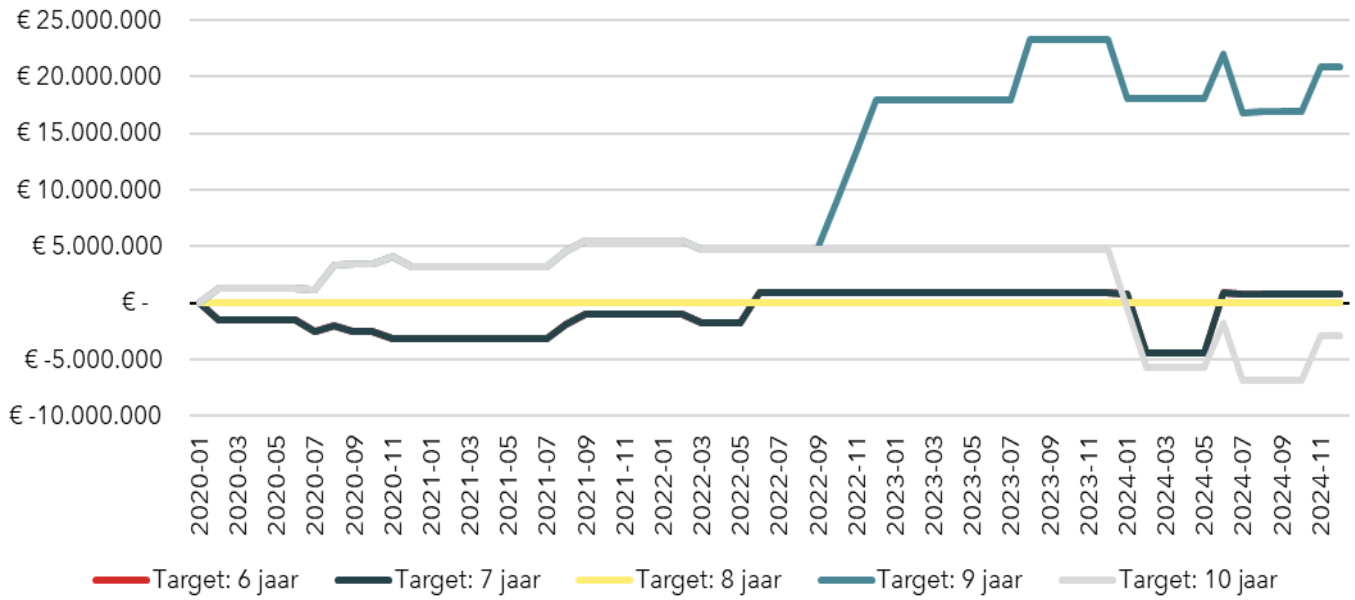
We berekenen hoe de maandelijkse lasten zich ontwikkelen onder de gerealiseerde rentestijgingen.[151] De rentes zijn over de gehele yieldcurve toegenomen gedurende de bekeken periode. Met name in de tweede helft van 2022 vindt er een sterke stijging plaats, waarbij negatieve rentes volledig verdwijnen. De rentes zijn relatief gezien het hardst gestegen bij korte maturities, waardoor de kosten voor kortlopend schuldpapier relatief gezien het meest stijgen.

Figuur 6.13 laat zien wat voor gevolgen de verschuivende rentepaden hebben voor de maandelijkse financieringslasten. Binnen de bekeken periode blijkt de strategie die op een looptijd van 9 jaar mikt het duurst te zijn. Dit is artefact van de combinatie van timing van de schok en een bijsturing van het model vlak voor de schok

151 In werkelijkheid zouden de rentepaden er anders uitzien bij verschillende varianten van het uitgiftebeleid. Het is binnen de scope van dit onderzoek niet haalbaar om de impact van de uiteenlopende doelen ook door te rekenen op de rente – zeker niet gezien de grote onzekerheden die speelden gedurende de pandemie.

door de uitgifte van veel kortlopend schuldpapier omdat de doellooptijd overschreden werd. Dit betekent dat er vlak voor de schok veel kortlopend schuldpapier is, dat snel na de schok zorgt voor hogere rentelasten. De strategie met 10 jaar als doel voor de looptijd is aanvankelijk duurder, maar aan het einde zijn de maandlasten lager vanwege de stijgende rente. Als de tijdsperiode verder doorgetrokken zou worden, neemt dit effect toe. Uit resultaten voor de jaren na de bekeken periode komt naar voren dat de maandlasten voor de portfolio's met als target 9 jaar naar verwachting vanaf 2028 ook ruim onder de maandlasten liggen van de kortlopende portfolio's.

Figuur 6.13 De verschillen in de kosten variëren over de tijd. De uitgiftestrategie met de langste target is aanvankelijk duurder, maar is na de renteschok het goedkoopst



Bron: Berekeningen uitgevoerd door SEO

6.3 Conclusie backtesting

Met backtesting hebben we nagegaan wat gegeven de yieldcurve en benodigde financiering in 2020 de mogelijkheden waren om tegen lagere kosten te financieren, gegeven een aantal randvoorwaarden zoals jaarlijkse uitgifte van 10-jaarsobligaties en vijfjaarlijkse uitgifte van 30-jaarsobligaties.

Uitgaande van de situatie in 2020 komt uit de modelanalyse naar voren dat een kortere gemiddelde looptijd goedkoper zou zijn geweest over de periode 2020-2024. Om de targets te bereiken was het noodzakelijk om het uitgiftebeleid in meerdere opzichten aan te passen, bijvoorbeeld via de initiële omvang van nieuw uitgegeven DSLs en in de looptijd van nieuwe DSLs. Dit geldt zowel uitgaande van de yieldcurve in 2020 en de verwachtingen over benodigde financiering toen (met andere woorden met de 'kennis van toen') en gegeven de gerealiseerde ontwikkelingen in rentes en begrotingstekorten.

Als er was gekozen voor een langere gemiddelde looptijd, dan waren de lasten over de periode 2020-2024 in het algemeen hoger geweest en pas in een later stadium gedaald. Deze ontwikkeling is afhankelijk van renteontwikkelingen die nog niet zijn gerealiseerd. Dit geeft gelijk een beperking aan van het gebruikte model en de analyse van optimaliteit van beslissingen. Het gebruikte model kent geen stochastische yieldcurve. Dit betekent dat de mogelijkheid van toekomstige rentedalingen en rentestijgingen in de analyse niet wordt meegenomen. Doordat de yieldcurve een asymmetrisch proces volgt (het opwaartse potentieel is groter dan het neerwaartse)

wordt de waarde onderschat van de lage kosten in de toekomst als bij lage rentestanden wordt verlengd. Tegelijkertijd wordt in tijden van hoge rentes de waarde van verkorten onderschat. Een korte looptijd leidt bij een stijgende yieldcurve namelijk niet alleen direct tot lagere rentekosten, maar creëert ook de optie om te verlengen als de rente toevallig weer laag wordt.

Al met al presteert het gekozen doel van 8 jaar in elk scenario degelijk: De kosten wijken minimaal af van de kortlopende portfolio's, maar zijn gedurende de evaluatieperiode lager dan die van de langlopende portfolio's. Langlopende portfolio's hadden voor de jaren na 2024 door de renteschok geleid tot lagere kosten. Voor de beslissing of het wenselijk was de looptijd te verlengen zijn de baten die vallen in de periode na de evaluatieperiode wel relevant.

We concluderen ook dat de eisen van consistentie in het uitgiftepatroon relatief grote beperkingen opleggen aan de snelheid waarin verlengd (of verkort) kan worden. Dit zorgt er bijvoorbeeld voor dat in de modelanalyses de paden voor verschillende looptijdsdoelen vrijwel identiek zijn. Het is simpelweg niet mogelijk om sneller de portfolio te verlengen of te verkorten zonder in te boeten op consistentie in het uitgiftepatroon.

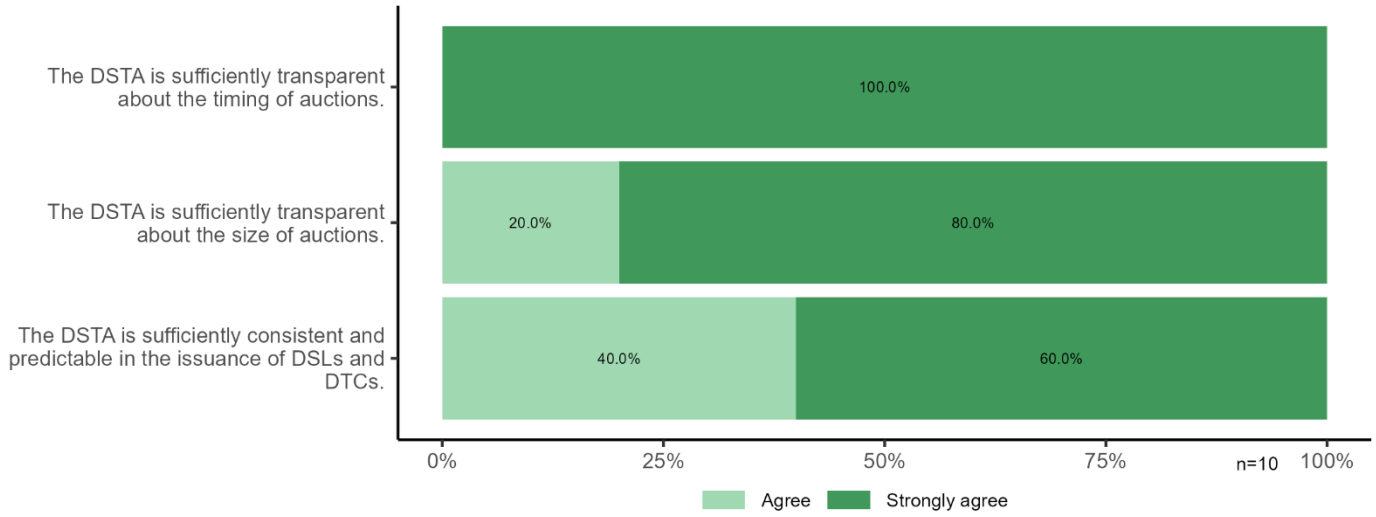
7 Enquêteresultaten

Om de onderzoeksvragen te beantwoorden is een ook Engelstalige enquête uitgevoerd onder de 14 Primary dealers. In totaal 10 Primary dealers hebben de enquête ingevuld. Dit is een respons van 71,4 procent. Dat is relatief hoog voor een dergelijke enquête. De enquête richtte zich op de volgende onderwerpen: consistentie, transparantie en flexibiliteit van het Agentschap en de nieuwe beloningssystematiek met een ranking. De volledige vragenlijst is weergegeven in appendix F.

7.1 Consistentie en transparantie

De Primary dealers zijn erg tevreden over de consistentie en transparantie van het Agentschap over verschillende elementen van de veilingen: transparantie over de timing, het volume van de veilingen en de consistentie en voorspelbaarheid van de veilingen van DSLs en DTCs. Er wordt ook als toelichting genoemd dat transparantie één van de sterke kanten van het Agentschap is en dat dealers en investeerders hier erg blij mee zijn. Verder lijkt het flexibelere beleid van afgelopen jaren niet ten koste te gaan van consistentie. In een toelichting wordt ook gezegd dat het beleid flexibel en eerlijk is. Daarnaast kan er worden geconcludeerd dat de transparantie en consistentie in het beleid in redelijke mate leiden tot een lagere risicopremie.

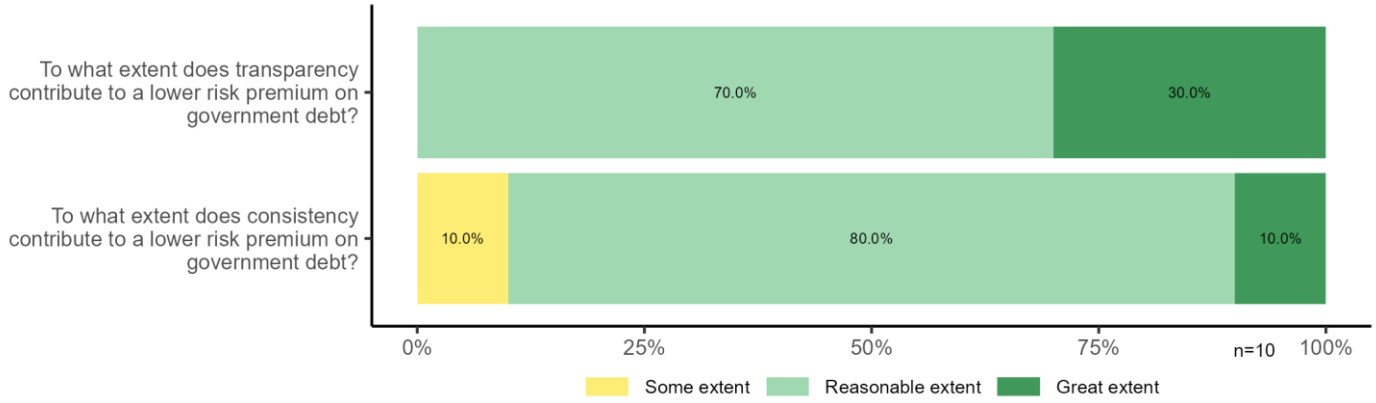
Figuur 7.1 Er is tevredenheid over de timing van veilingen, het volume van veilingen en de consistentie en voorspelbaarheid van uitgiftes



Bron: SEO Economisch Onderzoek

De ervaren consistentie en transparantie leiden volgens alle respondenten in enige, grote of redelijke mate tot een lagere risicopremie voor Nederlandse staatsobligaties. Dit geeft aan dat consistentie en transparantie in de ogen van respondenten belangrijk zijn om de risicopremie te verlagen. In de open antwoorden wordt dit ook door respondenten benadrukt: "*Transparency with regards to issuance is one of the DSTA's key strengths and is supported by dealers and investors alike*" en "*Regular auction issuance policy is flexible and fair. The balance between predictability and transparency serves the market and contributes to reduced risk premium on government debt.*" Dit is ook een breed gedragen beeld dat uit de interviews naar voren komt. Eén van de respondenten geeft in de open antwoorden aan dat deze op basis van de door hen regulier aangeleverde gegevens graag ook "*secondary market turnover and ranking on a duration-weighted basis as per the Primary market information for some addition colour.*" zou willen zien.

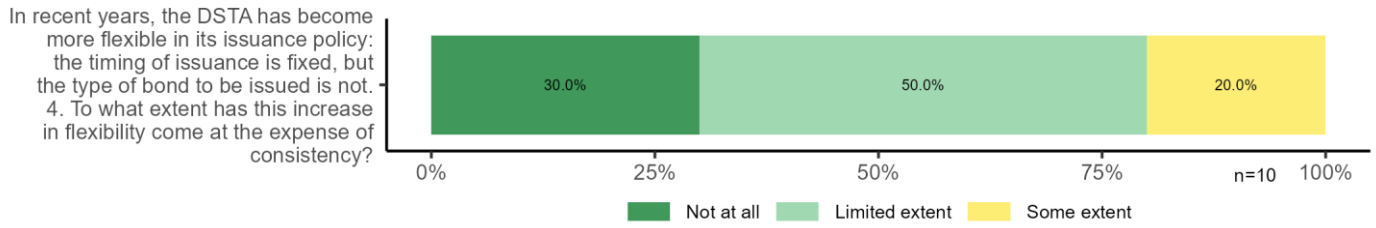
Figuur 7.2 De respondenten zijn het er over het algemeen over eens dat in redelijke mate de risicopremie lager is door consistentie en transparantie in het beleid



Bron: SEO Economisch Onderzoek

Een groot deel van de respondenten geeft aan dat de toegenomen flexibiliteit niet of nauwelijks ten koste van consistentie is gegaan. De huidige mate van flexibiliteit is volgens respondenten dus niet dusdanig dat er consequenties zijn in termen van consistentie. Dit beeld komt ook uit de interviews naar voren. In de open antwoorden komt dit ook naar voren: "*Predictability is an important part of the functioning and tradability of markets. The Agentschap engages well with Dealers to understand needs and requirements on the curve but the increased flexibility on lines can help technical trading issues.*". Als antwoord op de open vraag wat het Agentschap anders zou kunnen doen in de balans tussen consistentie en flexibiliteit, wordt genoemd dat de mogelijkheid om off-the-run obligaties opnieuw uit te geven de consistentie zou verlagen maar de liquiditeit zou verhogen, met als gevolg een lagere risicopremie.

Figuur 7.3 Het flexibelere beleid rondom veilingen leidt volgens de meeste respondenten niet tot een verlaging in consistentie



Bron: SEO Economisch Onderzoek

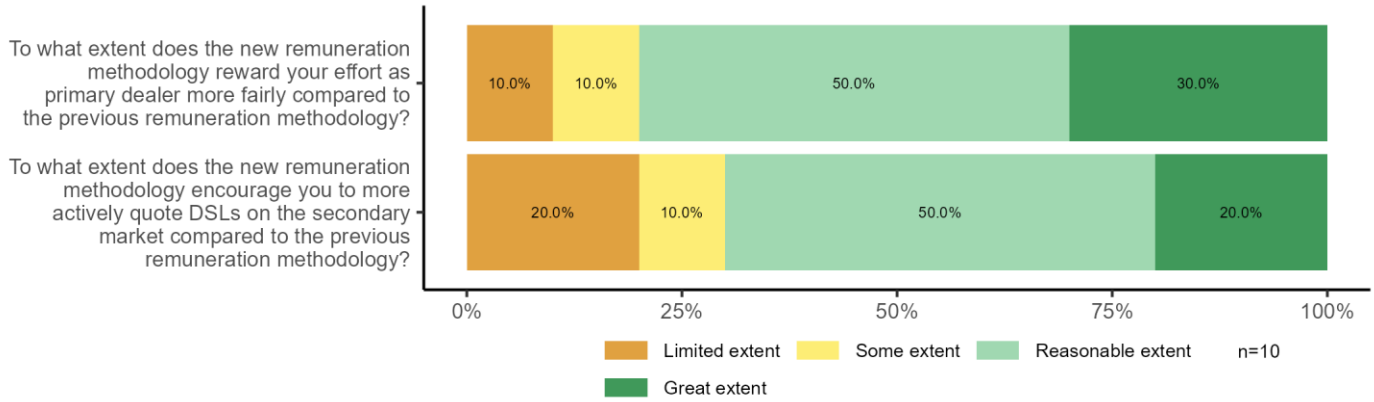
7.2 Beloning van Primary dealers

De wijziging in de methode om Primary dealers te belonen bestaat uit een andere manier om de non-comp optie toe te kennen, waarbij de omvang van de optie gekoppeld is aan een ranking op basis van quoteerprestaties en volumes op de secundaire markt. De meerderheid van de respondenten vindt de nieuwe methode eerlijker dan de oude methode. Daarnaast vindt een kleinere meerderheid dat deze nieuwe systematiek ervoor zorgt dat ze actiever DSLs verhandelen op de secundaire markt.

De spreiding in antwoorden van respondenten over de nieuwe systematiek is wat groter dan bij de voorgaande vragen. Enerzijds benoemen sommige respondenten dat de systematiek grotere Primary dealers bevoordeelt ten

opzichte van kleinere. Ook vinden sommige respondenten dat de systematiek die gekoppeld is aan veilingen onvoldoende beloont voor het op reguliere basis voorzien in liquiditeit op de secundaire markt. Daar tegenover staan andere respondenten die zeer positief zijn, zoals bijvoorbeeld blijkt uit het volgende antwoord op een van de open vragen *"(…) the Agentschap is very engaged with its Primary dealer base and already has a best-in-class syndication process via its DDA model (…) we do not see any obvious areas of immediate improvement for the Agentschap policies."*

Figuur 7.4 De meerderheid van de respondenten vindt de nieuwe methodologie om Primary dealers te belonen eerlijker



Bron: SEO Economisch Onderzoek

8 Antwoorden op de onderzoeksvragen

In dit hoofdstuk beantwoorden we alle onderzoeksvragen op basis van het materiaal dat we hebben verzameld. Ter referentie hieronder nogmaals de onderzoeksvragen. Onderstaande tabel geeft kort de onderzoeksvragen en de antwoorden op deze vragen weer. De onderzoeksvragen zijn onderverdeeld in vijf categorieën: onderzoekbaarheid, doelrealisatie, doeltreffendheid, doelmatigheid en beleidsopties. Deze vijf categorieën worden vervolgens elk in een aparte paragraaf uitgewerkt.

8.1 Overzicht

Onderstaande tabel geeft een beknopt overzicht van de antwoorden op de onderzoeksvragen, die vervolgens verder uitgewerkt worden in de overige paragrafen van dit hoofdstuk. De tabel geeft per (set) onderzoeksvragen aan welke subparagrafen het betreft.

Tabel 8.1 Onderzoeksvragen en antwoorden dan wel vindplaats van de antwoorden

Onderzoeksvraag	Antwoord
Onderzoekbaarheid (8.1)	
Maakt het beschikbare onderzoeksmateriaal uitspraken over de doeltreffendheid en de doelmatigheid van het beleidsterrein mogelijk?	Ja
Doelrealisatie (8.2)	
Wat zijn de doelen van het beleid en de beschikbare instrumenten?	Zie de beleidstheorie in Figuur 2.7 en het overzicht van beleidsinstrumenten in Bijlage E
Zijn de doelen van het beleid en de beschikbare instrumenten gerealiseerd?	Ja
Doeltreffendheid (8.3)	
Is het beleid voldoende doeltreffend geweest?	Op basis van een analyse van indicatoren van de eerste orde output, de tweede orde output en de outcome concluderen we dat het beleid voldoende doeltreffend is geweest, zie Tabel 8.2, Bron: en Bron:. In sectie 8.3 bespreken we ook of de beleidswijzigingen en schatkistbankieren hebben bijgedragen aan de doeltreffendheid of doelmatigheid.
Doelmatigheid (8.4)	
Zijn er positieve en/of negatieve neveneffecten?	Er zijn positieve neveneffecten omdat alleen de overheid langlopende veilige schuld kan uitgeven. Deze positieven neveneffecten zijn moeilijk te kwantificeren, maar in kwalitatieve zin zijn deze effecten waarschijnlijk groot. Negatieve neveneffecten zijn beperkt door bankregulering en de beperkte concentratie van Nederlands schuldpapier bij Nederlandse banken.
Is het beleid voldoende doelmatig geweest?	Het beleid is voldoende doelmatig geweest. Dit neemt niet weg dat onderzocht kan worden hoe het beleid nog doelmatiger kan. Richtingen zijn: verheldering van het proces rond wijzigingen van het RRB en de doelstelling voor de looptijd en aanpassing van de wijze waarop schatkistbankieren wordt

Onderzoeksvraag	Antwoord
	meegenomen bij het bepalen van de looptijd en het RRB.
Wat zijn de kosten en baten?	In abstracte zin zijn er verschillende typen kosten en baten. Er zijn kosten in de vorm van uitvoeringskosten, beloningen voor Primary dealers, betaalde rentekosten en risico's. Het beleid kent ook baten in de vorm van lage rentekosten, een lage liquiditeitspremie, een hoog absorptievermogen van de markt of lage(re) risico's. De kosten van het beleid zijn makkelijker te kwantificeren dan de baten en zijn weergegeven in Figuur 2.2.
Beleidsopties (8.5)	
Welke maatregelen kunnen worden genomen om de doelmatigheid en doeltreffendheid verder te verhogen?	Zie de geschetste beleidsopties in paragraaf 8.5
In het geval dat er significant minder middelen beschikbaar zijn (-/- circa 20% van de middelen op het beleidsartikel), welke beleidsopties zijn dan mogelijk?	Als we de financieringsbehoefte als gegeven beschouwen en de rentekosten als post waarop bezuinigd kan worden, zou dit alleen mogelijk zijn door significant meer risico te nemen. Als de rentecurve heel vlak is, zal een dergelijke bezuiniging zelfs in het geheel niet mogelijk zijn. We interpreteren de 20-procent bezuinigingsoptie daarom als een bezuiniging op de overige kosten van artikel 11. We zien hier geen mogelijkheden tot bezuinigingen die niet gepaard gaan met verlies aan efficiëntie of grotere operationele risico's.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

8.2 Onderzoekbaarheid

Om de doeltreffendheid en doelmatigheid te beoordelen, hebben we en breed scala aan onderzoeksmethoden ingezet: deskresearch, interviews, data-analyse, backtesting aan de hand van een modelanalyse en een enquête onder Primary dealers. In onze ogen biedt dit voldoende houvast om uitspraken te doen over de doeltreffendheid en doelmatigheid van het beleid op het vlak van artikel 11.

8.3 Doelrealisatie

Het doel van het beleid is weergegeven in de beleidstheorie (zie Figuur 2.7) en luidt: Schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke kosten onder acceptabel risico voor de begroting. De beleidsinstrumenten die het Agentschap inzet om deze doelen te realiseren zijn weergegeven in het overzicht van instrumenten in bijlage C en zijn gedestilleerd uit een aantal interne beleidsdocumenten die het Agentschap ter beschikking heeft gesteld aan de onderzoekers. We hebben de beleidsinstrumenten geclassificeerd in een aantal categorieën, te weten uitgifte nieuwe leningen op de kapitaalmarkt en de geldmarkt, het cashmanagement, het beleid met betrekking tot Primary dealers, communicatie met de markt en financieel en niet-financieel risicomanagement. De kernparameters van het beleid zijn de looptijd en het renterisicobedrag. Deze raken beide zowel de kosten als de risico's.

De conclusie van deze evaluatie is dat het doel van het beleid zoals gesteld in de beleidstheorie (zie Figuur 2.7) is gerealiseerd, de staatsschuld is immers gefinancierd tegen een acceptabel risico. Uit interviews met stakeholders,

een internationale vergelijking en interne richtlijnen van het Agentschap volgt dat het risico, gemeten met het RRB en de looptijd, acceptabel is. Daarnaast is de vraag of dit tegen zo laag mogelijke kosten heeft plaatsgevonden. Het beleid is vormgegeven om bij te dragen aan consistentie, transparantie en liquiditeit, terwijl de kosten van het op de markt brengen van nieuwe schuld waarschijnlijk ook aan de lage kant zijn vergeleken met andere landen, zo volgt uit vergelijkingen van de yields, gesprekken met investeerders en met andere DMOs. Een indicator van de liquiditeit zijn de bid-ask spreads. Deze lijken wat te zijn verslechterd gedurende de looptijd. In interviews werd overigens aangegeven dat de bid-ask spreads van Bloomberg niet altijd een betrouwbare indicator zijn van liquiditeit om dat dit niet de feitelijke prijzen zijn waartegen gehandeld kan worden. Hiervoor zou moeten worden gekeken naar de volume-gecorrigeerde bied- en laatprijzen die op het handelsplatform MTS tot stand komen.

Een belangrijke parameter waarmee kan geschoven om de kosten te beïnvloeden is de looptijd. Deze is gedurende de evaluatieperiode verlengd, wat heeft bijgedragen aan lagere financieringskosten in de nabije toekomst. Een grotere verlenging van de looptijd gedurende de evaluatieperiode op het moment dat de rente extreem laag was, had geleid tot nog lagere kosten na de evaluatieperiode.[152] Dit was dan wel ten koste gegaan van de consistentie in het uitgiftebeleid. Het uitgiftebeleid bevat namelijk doelstellingen van een reguliere uitgifte van 10-jaarsobigaties en een bepaald doelvolume daarbij, en eens in de vijf jaar een uitgifte van een 30-jaarsobligatie. Een grotere verlenging van de looptijd zou in de betekenen dat er meer en grotere uitgiften van obligaties met een langere looptijd gedaan hadden moeten worden dan mogelijk zou zijn gegeven het standaardbeleid met betrekking tot de uitgifte van de 10-jaars en 30-jaarsobligatie. Daarmee had een grotere verlenging afgedaan aan de consistentie van het Agentschap.

8.4 Doeltreffendheid en neveneffecten

De definitie van doeltreffendheid conform de RPE luidt: *de mate waarin de beleidsdoelstellingen gerealiseerd worden dankzij het ingezette beleid en met zo min mogelijk ongewenste neveneffecten*.[153]

8.4.1 Doeltreffendheid

In het algemeen concluderen we dat het beleid doeltreffend is geweest. Aan de hand van de beleidstheorie hebben we een aantal indicatoren voor eerste orde output, tweede orde output en outcome opgesteld die van belang zijn bij het beoordelen van de doeltreffendheid van het beleid. In onderstaande tabellen 8.2 tot en met 8.4 geven we de uitkomsten van deze indicatoren weer. De belangrijkste redenen om tot deze conclusie te komen zijn:

- Het beleid van het Agentschap voldoet aan best practices en inzichten uit de literatuur over efficiënte staatsschuldfinanciering, zoals weergegeven in appendix E. Het gevoerde beleid draagt dus bij aan het bereiken van zo laag mogelijke kosten;
- Uit de interviews en de enquête onder Primary dealers komt het beeld naar voren dat het Agentschap consistent en transparant is in haar financieringsbeleid en dat dit bijdraagt bij aan een lagere liquiditeitspremie op de staatsschuld en daarmee aan lagere rentekosten. Consistentie en transparantie blijken ook uit het beleid van het Agentschap en de communicatie over dat beleid;

---

152 Dat de baten van beleidsbeslissingen materialiseren na de evaluatieperiode van dat beleid, betekent niet dat deze baten niet meegenomen moeten worden in een beoordeling van de doeltreffendheid en doelmatigheid van dat beleid. In economisch-theoretische zin is hier sprake van een vraagstuk van optimale investeringen: op welk moment moet de optie om de looptijd te verlengen worden uitgeoefend, gegeven de stand van de rente en het stochastische karakter van de yieldcurve.

153 Zie https://wetten.overheid.nl/BWBR0046970/2022-07-27

- Het Agentschap heeft haar risicobereidheid vertaald in eisen aan de gemiddelde looptijd en het RRB. Uit de internationale vergelijking en interviews blijkt dat de gekozen waarden voor de gemiddelde looptijd en het RRB die zijn vastgesteld een beheerst renterisico weerspiegelen. Het Agentschap heeft zich gedurende de evaluatieperiode aan deze eisen gehouden. Het renterisico was daarmee beheerst. Door het beleid hebben zich voor zover wij dat hebben kunnen beoordelen aan de hand van interne beleidsstukken geen onacceptabele risico's voorgedaan;
- Uit backtesting blijkt dat lagere rentekosten binnen de grenzen die gesteld worden met betrekking tot consistentie (het periodiek uitgeven van een bepaalde volume aan 10-jaars- en 30-jaarsobligaties) maar zeer beperkt realiseerbaar waren;
- Het is optimaal om in tijden van zeer lage rentestanden de looptijd van de uitstaande schuld te verlengen. [154] Dit is ook wat het Agentschap gedaan heeft en in die zin doeltreffend was. Dat lagere kosten van verlenging maar beperkt uit de modelanalyse komen, heeft onder meer te maken met de beperkingen van die analyse omdat geen stochastische yieldcurve wordt gebruikt. Het scenario van een rentestijging laat dit effect wel zien, waarbij andere effecten het mechanisme enigszins verdoezelen;
- Mogelijke negatieve neveneffecten van het beleid spelen niet voor Nederland.

Tabel 8.2 Uitkomst indicatoren eerste orde output

Factor	Indicator	Uitkomst
Consistentie	De mate waarin het Agentschap zich houdt aan gecommuniceerde afspraken	Wij hebben op basis van de Outlooks en de interviews geen voorbeelden gevonden waarin het Agentschap zich niet houdt aan gecommuniceerde afspraken.
	Voorspelbaarheid uitgiftekeuzes	De algemene regels met betrekking tot de reguliere uitgifte en doelvolumes en de specifieke informatie in de jaarlijkse outlook en de kwartaalberichten zorgen ervoor dat de uitgiftekeuzes relatief voorspelbaar zijn. De voorspelbaarheid is iets afgenomen met toegenomen flexibiliteit. Uit de interviews en de enquête komt naar voren dat het uitgiftebeleid nog steeds als zeer voorspelbaar wordt ervaren.
Transparantie	De mate waarin het Agentschap transparant is over haar beleid en de kosten van haar beleid	Het Agentschap heeft een uitgebreid beleid om transparant te zijn, bestaande uit informatievoorziening over het veilingproces, reguliere interactie met PD's, tijdige aankondiging van de financieringsbehoefte en veilingdata, publicatie van veilingresultaten en de portfolio van obligaties en derivaten (zie de tabel in bijlage E). Er is minder transparantie over de kosten van beloningsbeleid voor Primary dealers. De waarde van de non-comp is niet bekend want deze wordt momenteel niet gepubliceerd, ook niet in geaggregeerde vorm.
Liquiditeit	De omvang van de feitelijke uitgifte in de verschillende segmenten.[155]	De uitgifte op de primaire markt is voldoende om een liquide secundaire markt te ondersteunen. Uit de interviews komt het beeld naar voren dat de secundaire markt voor DSLs als liquide wordt ervaren. De uitgifte van groene obligaties kan ten koste gaan van de liquiditeit van niet-groene obligaties in de secundaire markt, maar wij hebben hiervoor geen aanwijzingen gevonden.
	Het effect van de prikkels voor Primary dealers op de liquiditeit van markten	Uit de gehouden interviews komt het beeld naar voren dat de wijzigingen in de beloningssystematiek hebben bijgedragen

154 In economisch-theoretische zin is sprake van een optimaal timing probleem. Als de rente daalt, is er de optie om te verlengen. Het optimale moment om dat te doen en de mate waarin verlengd zou moeten worden hangt vervolgens af van de mate van risicoaversie en het veronderstelde onderliggende stochastische proces dat de yieldcurve volgt.

155 Bij beoordeling hiervan wordt in gedachten gehouden dat het enige tijd kost voor een obligatie op benchmarkniveau is.

Factor	Indicator	Uitkomst
		aan liquiditeit en concurrentie tussen de Primary dealers. Uit de enquête blijkt dat de meeste Primary dealers de wijziging van het beloningsbeleid als een verbetering ervaren. Het is echter niet mogelijk om vast te stellen of de veranderde vormgeving van de non-comp heeft geleid tot een hogere liquiditeit.
Flexibiliteit	De mate van flexibiliteit die het Agentschap heeft	De mate van flexibiliteit is toegenomen. Uit interviews komt naar voren dat dit als positief wordt ervaren. We hebben geen nadelen van de huidige mate van flexibiliteit kunnen constateren. Nederland is vergeleken met andere landen nog steeds consistent. Ook Duitsland is flexibeler geworden op vergelijkbare wijze als Nederland.
Beheerst renterisico	Vallen de realisaties binnen de parameters van het renterisicokader	Uit Figuur 2.1 blijkt dat de realisaties van de looptijd en het RRB binnen de gestelde waarde voor de gemiddelde looptijd en het RRB blijven. De kaders zijn gedurende de looptijd enkele malen aangepast. Uit de internationale vergelijking en interviews blijkt ook dat de gekozen waarden voor de gemiddelde looptijd en het RRB die zijn vastgesteld een beheerst renterisico weerspiegelen.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

Tabel 8.3 Uitkomst indicatoren tweede orde output

Factor	Indicator	Uitkomst
Verwachtingen	Verwachtingen van marktpartijen over consistentie en transparantie	De communicatie van het Agentschap richt zich op consistentie en transparantie. Dit wordt als waardevol en kenmerkend voor Nederland gezien. Uit de gehouden interviews en de enquête onder Primary dealers komt het beeld naar voren dat Agentschap zeer transparant en consistent is.
Spread	Veranderingen in de spread ten opzichte van Duitsland kort na beleidswijzigingen	We hebben geen veranderingen in de spread kunnen waarnemen na beleidswijzigingen.
Diepte primaire markt	De omvang van de feitelijke uitgifte in de verschillende segmenten	In Figuur 2.4 is te zien dat er een verschuiving richting langere looptijden heeft plaatsgevonden. Bij de uitgifte van de 10-jaarsobligatie is consistent vastgehouden aan een jaarlijks uitgiftepatroon.
	Visie markt op effect beleid agentschap op vraag en beprijzing in de primaire markt	De hoge kredietwaardigheid van de Nederlandse overheid, de voorspelbare uitgiftekalender, het beleid voor consistentie en transparantie en het beloningsbeleid voor Primary dealers dragen bij aan de vraag naar en efficiënt quoteren van Nederlands schuldpapier op de primaire markt.
Diepte secundaire markt	Visie markt op effect beleid Agentschap op diepte secundaire markt	Marktpartijen zijn overwegend positief over de aanpassingen in het beloningsbeleid. Vanuit theoretisch perspectief is het meenemen van prestaties op de secundaire markt belangrijk om liquiditeit te stimuleren. Nederland kan zich een competitiever beloningsbeleid veroorloven vanwege de relatief grote vraag naar Nederlands schuldpapier.
	Bid-ask spread secundaire markt Nederlandse obligaties t.o.v. andere landen	De bid-ask spread van Nederland ten opzichte van andere landen lijkt verslechterd ten opzichte van de vorige evaluatie, zie Figuur 4.2. Uit de interviews komen meerdere mogelijke oorzaken naar voren: het ontbreken van een futuresmarkt voor

Factor	Indicator	Uitkomst
		DSLs[156], een verlaagd doelvolume per DSL dat ook niet is meegegroeid met inflatie, een minder competitieve secundaire markt, grote volumes die destijds door de centrale bank zijn opgekocht, toegenomen volatiliteit op financiële markten of een andere dynamiek in de primaire markt door veranderde concurrentie.
	Het handelsvolume als percentage van de uitstaande schuld	De gemiddelde verhouding tussen handelsvolume en uitstaande schuld is 210 procent (voor totale schuld). Dit is rond 150 procent voor DSLs en rond 1.100 procent voor DTCs. De ratio is voor DTCs hoger maar ook volatieler, in 2020 was dit 610 procent en in 2024 was dit 1.500 procent. In Europees verband scoort Nederland relatief hoog op deze indicator.
	Feitelijk uitbetaalde beloningen en gebruik non-comp	In de periode 2019-2023 is 73,5 miljoen euro uitgekeerd aan fees. In de periode 2019-2024 waren de opportuniteitskosten van de non-comp voor de overheid 77,1 miljoen euro. We kunnen niet beoordelen of dit veel of weinig is bij gebrek aan een internationale vergelijking.
Verwachte volatiliteit rentekosten	Vallen de realisaties binnen de parameters van het renterisicokader	Uit Figuur 2.1 blijkt dat de realisaties van de looptijd en het RRB binnen de gestelde waarde voor de gemiddelde looptijd en het RRB blijven. De kaders zijn gedurende de looptijd enkele malen aangepast. Uit de internationale vergelijking en interviews blijkt ook dat de parameters die zijn vastgesteld een beheerst renterisico weerspiegelen.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

Tabel 8.4 Uitkomst indicatoren outcome

Factor	Indicator	Uitkomst
Kosten versus risico	De uitkomsten van backtesting met het uitgiftemodel	Uit het backtesten blijkt dat de bewegingsruimte van het Agentschap om te verlengen beperkt wordt door de eisen omtrent reguliere uitgifte van schuld ('elk jaar een bepaald volume aan 10-jaarsobligatie'). Gegeven deze beperkte bewegingsruimte, die bijdraagt aan consistentie, heeft het Agentschap relatief optimale keuzes gemaakt.
	Visie van geïnterviewden of het goedkoper had gekund met hetzelfde risico	Sommige geïnterviewden geven aan dat het Agentschap met een nog langere looptijd lagere rentekosten en een lagere RRB had kunnen realiseren. Dit is deels een analyse met de kennis van nu. Toentertijd was de onzekerheid over verwachte renteontwikkeling groot. Daarnaast werd het streven naar een langere looptijd beperkt door een streven naar consistentie: de wens om jaarlijks een 10-jaarsobligatie uit te geven van een bepaalde omvang.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

8.4.2 Neveneffecten

De economische theorie identificeert negatieve en positieve neveneffecten van schulduitgifte door overheden. We hebben niet kunnen vaststellen hoe groot deze neveneffecten zijn omdat we geen empirische analyse kunnen doen

156 Een futuresmarkt was er tijdens de vorige evaluatie ook niet, maar het belang van het bestaan van zo'n markt voor de liquiditeit kan wel veranderen in de loop der tijd.

van mogelijke positieve of negatieve neveneffecten van het reguliere schuldbeleid van het Agentschap. Dit is eenvoudigweg te ingewikkeld.

Er zijn negatieve neveneffecten door een mogelijke feedbackloop tussen banken en de overheid. Deze worden tegengegaan doordat bankregulering zorgt voor goed gekapitaliseerde banken, terwijl de feedbackloop in kracht afneemt naarmate de schuld van een land in mindere mate op de balans staat van banken van dat land.[157] Voor Nederland is de blootstelling van Nederlandse financiële instellingen aan het kredietrisico van de Nederlandse overheid beperkt, omdat de kredietwaardigheid van de Nederlandse overheid hoog is, maar ook omdat een relatief groot deel van de schuld wordt aangehouden door buitenlandse financiële instellingen en andere partijen dan banken (zoals bijvoorbeeld pensioenfondsen).

Er zijn positieve neveneffecten als gevolg van de intrinsieke waarde van overheidsschuldpapier: alleen de overheid kan langlopende veilige schuld uitgeven (zie Box 2.4). Hierover is ook een brede economische literatuur die we in Box 2.4 in paragraaf 2.3 in de sectie neveneffecten beschrijven. Deze positieve neveneffecten zijn moeilijk te kwantificeren, maar in kwalitatieve zin zijn deze effecten waarschijnlijk groot omdat het bestaan van dergelijk schuldpapier bijdraagt aan een goed functionerend financieel systeem.

Het is in onze ogen aannemelijk dat voor Nederland de positieve neveneffecten overheersen, terwijl de negatieve neveneffecten beperkt zijn.

8.4.3 Veranderingen in het beleid

De mate van flexibiliteit

Flexibiliteit heeft een grotere waarde op het moment dat de wereld onzekerder wordt. De wereld is door de oorlog in Oekraïne, een nieuwe politieke koers in de Verenigde Staten, opkomende handelsoorlogen, klimaatverandering en snelle technologische ontwikkelingen onzekerder geworden. Kortlopende schokken die de benodigde uitgifte beïnvloeden, worden normaliter vooral op de geldmarkt opgevangen. Als de onzekerheid meer structureel toeneemt, betekent dit echter dat er ook voor financiering met een wat langere termijn (op de kapitaalmarkt) meer flexibiliteit wenselijk is. Nederland is in lijn hiermee iets flexibeler geworden. Er zijn meer NTB (nader te bepalen) taps mogelijk in combinatie met een bandbreedte, het minimale bedrag per uitgifte alsmede de looptijd worden in de loop van het jaar bepaald, waarbij consultatie van de markt plaatsvindt. Nederland wijkt wat betreft deze invulling van flexibiliteit niet af van wat andere landen, zoals Duitsland of Finland, en zit aan de voorzichtige kant. Wij hebben geen duidelijke nadelen van de huidige grotere mate van flexibiliteit kunnen identificeren.

Het Agentschap behoudt een goede balans tussen flexibiliteit en consistentie. De mate van flexibiliteit is afgelopen jaren toegenomen en dit stelt het Agentschap in staat om in te spelen op relevante ontwikkelingen om daarmee aan de doelstelling bij te dragen. Deze flexibiliteit is niet ten koste van consistentie gegaan. Marktpartijen zien het Agentschap als zeer consistent en geven aan dat de toegenomen flexibiliteit niet ten koste gaat van de consistentie. Dit komt naar voren uit de interviews met Primary dealers. Het uitgiftebeleid is nog steeds zeer consistent en transparant. We hechten waarde aan deze uitspraken, omdat het vooral de consistentie in de ogen van marktpartijen is, die ertoe doet. Het doel van consistentie is immers om lage financieringskosten te realiseren en voldoende vraag. Daarnaast zien we niet in hoe de huidige mate van flexibiliteit kan leiden tot opportunistisch gedrag van het

---

157 Een punt van aandacht is dat overheidsschuld vanuit reguleringsperspectief als risicoloos wordt beschouwd, terwijl dit in de praktijk niet het geval is.

Agentschap dat schadelijk is voor de afnemers van DSLs. De toegenomen flexibiliteit heeft in onze ogen dan ook bijgedragen aan de doeltreffendheid van het beleid.

De doelstelling van de looptijd en wijzigingen in het maximum RRB

Uit het overzicht van wijzigingen over de tijd, bestudering van de achterliggende documentatie en de interviews komt het beeld naar voren dat wijzigingen in het RRB en de looptijd plaatsvinden op basis van argumentatie die relatief ad hoc is, terwijl ook niet duidelijk is hoe het besluitvormingsproces er precies uitziet. Dit komt omdat de portfolio die een optimale afruil tussen rentekosten en herfinancieringsrisico realiseert, ten eerste afhangt van het achterliggende model dat iemand heeft van de onzekerheid in de yieldcurve en ten tweede afhangt van de risicopreferenties waar vanuit wordt gegaan.

Een belangrijke vraag is nu of de verlenging van de looptijd in het licht van de kennis van toen een optimale keuze was die de juiste afruil tussen kosten en risico tot stand brengt. Ten tijde van de lage rentestanden was er weliswaar een kostenvoordeel van een kortere looptijd, maar daartegenover stond het potentiële voordeel van een voor langere tijd vastgezette rente. Dit voordeel wordt groter naarmate de rente lager is en de onzekerheid over de toekomstige rente groot. Immers, er is een ondergrens maar geen bovengrens aan de rentestanden[158]. Dit betekent dat het optimaal is om bij een lagere rente een langere looptijd te realiseren. Dat er verlenging is geweest, is dus in onze ogen doeltreffend. Voor de vraag of het beter had gekund is de relevante vraag: wat is een optimaal moment om dit te doen en met hoeveel moet de looptijd dan verlengd worden? Het model dat gebruikt is voor backtesting kan op deze vraag geen antwoord geven omdat het de onzekerheid over de toekomstige rentecurve niet modelleert. Ook hangt het antwoord op de vraag hoeveel verlenging optimaal is, af van de risicopreferenties van het Agentschap. Deze preferenties moeten uiteindelijk een reflectie zijn van maatschappelijke preferenties. Hierover doen wij geen uitspraken. Uit onze scenario-analyse blijkt wel dat een substantiële verlenging niet mogelijk was geweest zonder dat dit ten koste was gegaan van het beleid om elk jaar een tienjaarsobligatie met een bepaald volume uit te geven.

De verlenging van de looptijd is in onze ogen doeltreffend geweest omdat deze de rentekosten heeft verlaagd. De verlaging van het RRB heeft geen gevolgen gehad voor de doeltreffendheid, omdat deze grens nooit knellend is geweest. De rente is sinds 2022 flink gestegen en de termijnpremie is gestegen. Deze ontwikkelingen hebben gevolgen voor de optimale gemiddelde looptijd. Het ligt daarom in de verwachting dat de looptijd opnieuw zal moeten worden bijgesteld. Het is daarom belangrijk om helder te krijgen hoe de afweging tot bijstelling wordt gemaakt.

Afbouwen van de omvang van derivatenportefeuille

De portefeuille rentederivaten is versneld afgebouwd. Derivaten mogen alleen in specifieke situaties worden gebruikt. Hiervoor is in het derivatenbeleid geëxpliciteerd onder welke omstandigheden rentederivaten mogen worden ingezet. Momenteel knelt het derivatenbeleid niet. De afbouw heeft dan ook niet geleid tot ondoelmatige keuzes wat betreft looptijd en RRB. Als rentederivaten voor het managen van de looptijd van de schuld van de Nederlandse overheid lange tijd niet worden ingezet, zal de expertise op dat vlak afnemen. De inzet van rentederivaten op de geldmarkt zorgt er wel voor dat er iets van ervaring blijft. Het is echter moeilijk te beoordelen of dit expertiseniveau voldoende is in situaties waarin het wenselijk is om rentederivaten breder in te zetten. Dergelijke situaties zijn voorstelbaar en worden ook benoemd in het derivatenbeleid. Met rentederivaten kan bijvoorbeeld de gemiddelde looptijd van de portefeuille snel worden bijgestuurd, ook als snelle bijsturing door

158 De ondergrens is niet nul en het is onduidelijk hoe negatief de rente kan worden. Historisch gezien zijn negatieve rentes echter zeer ongebruikelijk.

reguliere uitgifte niet mogelijk is. Een onvoldoende expertiseniveau zorgt voor een barrière om rentederivaten in te zetten.

Uitgifte van groene obligaties

De greenium voor groene obligaties is afgenomen en kan op termijn verdwijnen vanwege veranderend beleid of een meer volwassen private markt waardoor de groene overheidsobligatie in mindere mate aan een niet-vervulde behoefte voldoet. Een eventueel financieel voordeel van groene obligaties ten opzichte van standaard DSLs is daarmee beperkt, hoewel een klein voordeel in termen van een lagere rente tot kostenvoordelen in orde van enkele miljoenen per jaar kan leiden als de uitgifte van voldoende omvang is. In interviews wordt benoemd dat er ook potentieel negatieve effecten zijn in termen van de liquiditeit van bestaande obligaties. Dit was een belangrijk argument om geïndexeerde obligaties niet uit te geven. Ook kan de yieldcurve maar beperkt worden ondersteund vanwege het beperkte volume. Daarbij sluit de ratio voor het uitgeven van groene obligaties niet aan bij de doelstelling van artikel 11.

Beloning van Primary dealers

Uit de interviews met beleidsadviseurs en de enquête onder Primary dealers blijkt tevredenheid met de wijzigingen in het beloningssystematiek. De wijzigingen in de beloning hebben bijgedragen aan doeltreffendheid. Het is echter moeilijk een beeld te krijgen hoe effectief de wijziging in de beloningssystematiek is geweest. Er zijn grote verschillen tussen landen in de wijze van belonen en elk land vindt dat ze het beste systeem hebben. De één meer gericht op transparantie en de markt, de ander meer op langere termijn en relatiemanagement. De percentages van de non-comp zijn nooit echt goed onderbouwd, we hebben niet kunnen beoordelen of deze hoog of laag zijn in een internationale context. Nederland lijkt voor deze beloningsmethodiek te hebben gekozen omdat dit een relatief hoge mate van concurrentie tussen Primary dealers met zich meebrengt en Nederlandse staatsobligaties relatief gewild zijn bij beleggers. Het beeld uit interviews en de enquête is dat de effecten van de prikkels verschillen tussen kleinere en grotere Primary dealers, en tussen nationale en internationale partijen. Dit zou verder uitgediept kunnen worden. Om na te gaan hoe efficiënt de gehanteerde methodiek is, zou het nuttig zijn om na te gaan hoe de beloning per eenheid uitgegeven schuld in Nederland zich verhoudt tot die in andere landen. Het verzamelen van deze data bleek echter lastig omdat DMOs deze data meestal niet publiceren.

Schatkistbankieren

Schatkistbankieren is doeltreffend, zoals de periodieke rapportage van artikel 12 concludeert. De omvang van de tegoeden die uitstaan bij het Agentschap is sinds de vorige evaluatie enorm toegenomen. Een relevante vraag vanuit het perspectief van artikel 11 is hoe er bij het bepalen van de gemiddelde looptijd en het herfinancieringsrisico rekening wordt gehouden met de tegoeden die uitstaan via schatkistbankieren. Schatkistbankieren loopt nu niet mee in de bepaling van de looptijd en het RRB. In onze ogen is dit onterecht. Deze tegoeden die gekoppeld zijn aan schatkistbankieren gaan immers ook gepaard met een looptijd (omdat het geld dat gestald is via schatkistbankieren niet direct opgenomen mag worden en ook omdat dit een empirisch gegeven is van het gedrag van de partijen die het geld bij de overheid aanhouden) en een herfinancieringsrisico (als partijen hun geld opnemen, zal het Agentschap extra financiering moeten aantrekken). In termen van renterisico betreffen de tegoeden in schatkistbankieren kortlopende schuld. De verwachte looptijd van de tegoeden van instellingen in schatkistbankieren zal fluctueren met de economische omstandigheden of beleid dat deze instellingen raakt. Het meenemen van de tegoeden onder schatkistbankieren in de looptijdbepaling en bepaling van het RRB draagt dan ook bij aan een beter beeld van de herfinancieringsrisico's en verhoogt daarmee de doeltreffendheid van het beleid.

8.5 Doelmatigheid

De definitie van doelmatigheid conform de RPE luidt: *de mate waarin de prestaties en effecten van beleid tegen de laagst mogelijke inzet van (financiële) middelen en ongewenste neveneffecten worden bewerkstelligd, dan wel de mate waarin met de inzet van een bepaalde hoeveelheid (financiële) middelen de maximale prestaties en effecten van beleid worden gerealiseerd tegen zo min mogelijk ongewenste neveneffecten.*[159]

De directe kosten van artikel 11 bestaan uit de volgende onderdelen: rentekosten en de uitvoeringskosten. De uitvoeringskosten kunnen we opsplitsen in vergoedingen voor Primary dealers en overige (operationele) kosten. De vergoedingen voor Primary dealers bestaan uit expliciete vergoedingen in de vorm van de fees voor DDAs en de betalingen voor de voorbereiding van DDAs. Daarnaast zijn er impliciete vergoedingen in de vorm van de non-comp.

De beoordeling van doelmatigheid van de rentekosten maakt al onderdeel uit van de doelstelling en daarmee van de beoordeling van doeltreffendheid. Onder doeltreffendheid is dus al beoordeeld of hetzelfde doel had kunnen worden bereikt met lagere rentekosten. We interpreteren de doelmatigheid die het onderwerp is van deze paragraaf daarom als een uitspraak over de mate waarin het doel bereikt had kunnen worden met lagere overige kosten (dat wil zeggen kosten anders dan rentekosten).

Om de doelmatigheid van de bepaling als geheel te beoordelen, dienen ook mogelijke negatieve neveneffecten en alternatieve vormen van beleid in ogenschouw genomen te worden. Hoge maatschappelijke kosten van neveneffecten kunnen er immers toe leiden dat beleid ondoelmatig is. Een mogelijk negatief neveneffect is de concentratie van schuldpapier van de Nederlandse overheid bij Nederlandse banken. Hiervan is echter geen sprake. In het geval van groene obligaties zouden er neveneffecten kunnen zijn in de vorm van een lagere liquiditeit van regulier schuldpapier. Hier zijn echter geen aanwijzingen voor.

Ook als alternatief beleid mogelijk is dat hetzelfde doel had kunnen bereiken tegen lagere kosten kan sprake zijn van ondoelmatigheid. Lagere kosten zouden kunnen worden gerealiseerd door op het beloningsbeleid voor Primary Dealers te beknibbelen. Dat beloningsbeleid bevat ruwweg twee onderdelen: een expliciet onderdeel in de vorm van fees en een impliciet onderdeel in vorm van de non-comp. Hoewel de omvang van de non-comp moeilijk is vast te stellen omdat deze deels terugvloeit naar het Agentschap in de vorm van een lagere yield, is de relatieve omvang van deze twee elementen ongeveer gelijk. Het is moeilijk vast te stellen of de totale omvang van de vergoeding voor Primary dealers doelmatig is bij gebrek aan een benchmark en of een ander beloningsbeleid effectiever zou zijn. Het is wel duidelijk dat er grote verschillen zijn tussen landen in de wijze waarop wordt beloond.

8.6 Beleidsopties

We zien een aantal beleidsopties die kunnen bijdragen aan grotere doeltreffendheid of doelmatigheid.

1. Verhelder het proces rond wijzigingen van het RRB en de looptijd. De looptijd en het RRB zijn weliswaar geschikte instrumenten om het herfinancieringsrisico te managen, maar moeten wel regelmatig bijgesteld worden om veranderende financieel-economische omstandigheden te reflecteren. Ons advies is om te zorgen voor een helder besliskader en een achterliggend besluitvormingsproces waarbij de voor- en nadelen van wijzigingen telkens op vergelijkbare wijze worden afgewogen. Denk hierbij aan een nota met een standaard analytisch

159 https://wetten.overheid.nl/BWBR0046970/2022-07-27

afwegingsraamwerk: welke voor- en nadelen moeten tegen elkaar afgewogen worden, wat is er veranderd en hoe verandert dit de afweging tussen de voor- en nadelen? De centrale vraag is telkens of het wenselijk is om de looptijd en/of het RRB bij te stellen. Onderdeel van het opstellen van zo'n raamwerk zou een counterfactual analyse kunnen zijn die relatief ver terug in de tijd gaat, bijvoorbeeld 30 jaar, om effecten van bepaalde alternatieve keuzes beter te kunnen beoordelen. Hierbij is van belang om verschillende rentescenario's in ogenschouw te nemen en de rentekosten voldoende ver in de toekomst mee te nemen. Een deel van de baten van verlenging (of verkorting) valt namelijk relatief ver in de toekomst. Ook is het nuttig om een standaardbesluitvormingsproces te hebben: welke stappen moeten worden doorlopen en wie moeten daarbij worden betrokken?

2. Behoud de huidige waarde van flexibiliteit, maar houd oog voor mogelijk opportunisme. Het is aan te raden om de generieke parameters van flexibiliteit te identificeren en expliciet te maken waar Nederland nu precies zit in het spectrum. Een mogelijk nadeel van flexibiliteit is opportunisme. Daarom zou het goed zijn om na te gaan hoe opportunisme kan worden voorkomen. Een optie is daarbij om vast te leggen waar flexibiliteit wel en niet voor kan worden ingezet.

3. Onderzoek verder waarom de liquiditeit van de secundaire markt lijkt te zijn verslechterd. De bid-ask spread als indicator van de liquiditeit van de secundaire markt lijkt te zijn verslechterd sinds de vorige evaluatie. Dit komt naar voren in de beschrijvende statistieken van de bid-ask spread en de relatieve positie van Nederland ten opzichte van andere landen. De oorzaak is onbekend. Om tot aanbevelingen te komen hoe de liquiditeit te vergroten en deze om te zetten in beleid is het nodig om te identificeren wat de achterliggende verklaring van de verslechterde liquiditeit is. Voor sommige oorzaken geldt bijvoorbeeld dat deze buiten de invloedsfeer van het Agentschap liggen. Ook zijn de verschillen in oplossingsrichtingen groot: denk aan het vergroten van uitgiftevolumes voor bepaalde looptijden, aanpassing van de beloningssystematiek voor Primary dealers, of het ondersteunen van een futuresmarkt.

4. Houd rekening met schatkistbankieren bij het vaststellen van de looptijd en het RRB. Neem schatkistbankieren daarom mee in looptijdanalyse en de bepaling van het RRB en werk met scenario-analyses om het effect op financieringsbehoefte in te schatten. Hiervoor is het nodig om een inschatting te maken van de gemiddelde looptijd van de tegoeden die uitstaan via schatkistbankieren. Als op looptijd inclusief schatkistbankieren wordt gestuurd, betekent dat andere keuzes qua looptijd bij uitgifte.

5. Evalueer het effect van wijzigingen in beloningensystematiek en creëer meer transparantie over de geaggregeerde waarde. Bepaling van het effect van de wijziging en verdere onderbouwing van de percentages zijn aan te raden. Creëer ook meer transparantie over uitwerking beloningsbeleid Primary dealers. Bepaal en publiceer de geaggregeerde waarde van de non-comp per veiling. Er is discussie mogelijk over de vraag of dit de ex ante of de ex post waarde zou moeten zijn. De ex ante waarde is een maat voor de omvang van de prikkels voor de PDs. De ex post waarde is een maat voor de opportuniteitskosten voor het Agentschap. Een dergelijke bepaling van de waarde zou het ook mogelijk maken om een vergelijking op geaggregeerd niveau met het buitenland te maken van de betaalde vergoeding per eenheid uitgegeven schuld. Die data zijn voor zover wij hebben kunnen beoordelen niet publiek en zouden door het Agentschap zelf moeten worden verzameld.

6. Consolideer de veelheid aan beleidsdocumenten die beleid documenteren. Gedurende het onderzoek werd duidelijk dat het beleid van het Agentschap is verspreid over veel beleidsdocumenten. Ook bleek dat deze documenten verschillen in kwaliteit en vormgeving. Het is aan te bevelen deze veelheid aan documenten terug te brengen en een zekere mate van uniformiteit in de structuur te brengen. Elk document zou in ieder geval een tabel kunnen bevatten met duidelijke beleidsparameters, de doelstelling(en) waar deze beleidsparameters op aansluiten

en (indien van toepassing) de invulling van deze beleidsparameter. Sommige documenten hebben deze structuur al.

7. Zorg ervoor dat de inzet van rentederivaten voor het bijsturen van de looptijd niet alleen een papieren mogelijkheid wordt. Het is aan te bevelen om een strategie te ontwikkelen om ervoor te zorgen dat de inzet van renteswaps voor het managen van de looptijd niet louter een theoretische optie wordt. Een mogelijkheid is om een doorlopende minimale benutting van de mogelijkheid om renteswaps in te zetten. Overigens worden op de geldmarkt rentederivaten nog steeds gebruikt. Ook zou het derivatenbeleid nog explicieter kunnen zijn over de precieze omstandigheden waarin rentederivaten nuttig kunnen zijn. Nu blijft dit nog relatief algemeen.

8. Evalueer de introductie van groene obligaties. Groene obligaties zijn zes jaar geleden geïntroduceerd. In paragraaf 5.4 hebben we de belangrijkste voor- en nadelen van groene obligaties op een rij gezet. We hebben in dit rapport echter niet geanalyseerd of de voordelen nog steeds opwegen tegen de nadelen. Het is onduidelijk of de oorspronkelijke reden om groene obligaties uit te geven (de ontwikkeling van de groene kapitaalmarkt te stimuleren) nog steeds geldt of dat er nu andere redenen zijn om groene obligaties te blijven uitgeven. Evalueer daarom de introductie van groene obligaties. Wat zijn de argumenten om groene obligaties te blijven uitgeven? Hierbij hoort het opstellen van een beleidstheorie en een analyse van kosten en baten.

9. Ga door met de professionalisering van het bredere risicomanagement bij het Agentschap, blijf daarbij ook oog hebben voor het operationele risico. Sinds de vorige evaluatie is het risicomanagement verder geprofessionaliseerd in lijn met een reeds langer bestaande trend. De tabel risicomanagement in bijlage C beschrijft dat er een Risk-MT is ingevoerd, beleid is opgesteld voor onder meer derivaten en operationeel risicomanagement, en een kwantitatief risicomodel is ontwikkeld. Het is van belang door te gaan het risicobeleid te blijven verbeteren. Het is in de praktijk vaak makkelijk om de nadruk te leggen op de meetbare financiële aspecten van risicomanagement omdat deze tastbaarder en makkelijker te kwantificeren zijn. Blijf daarom ook oog hebben voor het operationele risicomanagement en de governance van het uitgifteproces.

8.7 20 procent bezuinigingsoptie

Er zijn ruwweg twee manieren om vorm te geven aan de 20-procent bezuinigingsoptie. Ten eerste zou bezuinigd kunnen worden op de rentekosten. Ten tweede zou er bezuinigd kunnen worden op de overige kosten van artikel 11. We interpreteren de 20-procent bezuinigingsoptie als een bezuiniging op de overige kosten en niet als een bezuiniging op rentekosten omdat we een bezuiniging op de rentekosten bij voorbaat niet als een reële optie zien.

Bezuinigen op de rentekosten is geen reële optie vanwege de volgende redenen. Ten eerste volgen de rentekosten primair uit de financieringsbehoefte van het Rijk, die structureel vooral afhangt van het begrotingsbeleid van het kabinet. Lagere rentelasten vragen dus om een lager EMU-saldo. Dit valt buiten de scope van het beleid op artikel 11, en in deze analyse nemen we de financieringsbehoefte van het Rijk dus als een gegeven. Ten tweede zijn in theorie de rentekosten te beïnvloeden door de structuur van de uitstaande schuld (bijv. looptijd) aan te passen. Het effect hiervan is echter niet ex ante vast te stellen en hangt, zoals de eerdere modelsimulatie aangeeft, af van bijvoorbeeld de renteontwikkeling op kapitaalmarkten. Een bezuiniging van 20-procent op de rentekosten zou – bij een voldoende steile rentecurve – een substantiële verkorting van de gemiddelde looptijd en een verhoging van het RRB met zich meebrengen. Een dergelijke bezuiniging zou dus niet mogelijk zijn zonder het herfinancieringsrisico substantieel verhogen.

De analyse van de mogelijke bezuiniging op de overige kosten van artikel 11 is niet veranderd ten opzichte van de analyse in de vorige doorlichting. Daar werd geconstateerd dat, gezien de omvang van de overige kosten en het

aandeel van de vergoedingen voor Primary dealers daarin van rond de 80 procent, de enige realistische bezuiniging van 20 procent op de overige kosten is op de vergoedingen voor Primary dealers. Dit zou waarschijnlijk ten koste van de liquiditeit gaan omdat de prikkels voor Primary dealers om actief te zijn op de primaire en secundaire markt daardoor zouden afnemen. Dit is ook het beeld dat uit interviews met Primary dealers en beleidsmakers naar voren komt. De vergoedingen worden als eerlijk ervaren, met een goede mix tussen fees en prestatieprikkels. Tegelijkertijd is het lastig om dit te onderbouwen met feiten omdat het in dit onderzoek niet gelukt is om bijvoorbeeld de omvang van de beloning van Primary Dealers per eenheid uitgegeven schuldpapier van het Agentschap te vergelijken met de omvang van de beloning per eenheid uitgegeven schuldpapier die Primary dealers in andere landen krijgen. Een dergelijke vergelijking zou een meer objectieve analyse kunnen geven van de doelmatigheid van de beloning van Primary dealers. Onder de overige kosten van artikel 11 vallen onder meer de kosten voor ICT die verband houden met de staatschuld en de kosten voor het betalingsverkeer. Wij zien niet in hoe op deze kosten 20 procent bespaard kan worden zonder hogere operationele risico's.

Bijlage A Informatiesets

Tabel A.1 Informatieset macro-economie Nederland

Indicator	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Reële BBP-groei (realisatie)	**2,3%**	**-3,9%**	**6,3%**	**5,0%**	**0,1%**	**0,9%**
Reële BBP-groei (CEP2019-raming)	1,5%	1,5%	1,2%	1,0%	1,0%	
Reële BBP-groei (CEP2020-raming)		1,4%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%
Reële BBP-groei (CEP2021-raming)			2,2%	3,5%	1,8%	1,4%
Reële BBP-groei (CEP2022-raming)				3,6%	1,7%	2,0%
Reële BBP-groei (CEP2023-raming)					1,6%	1,4%
Reële BBP-groei (CEP2024-raming)						1,1%
EMU-schuld (realisatie)	**47,7%**	**53,4%**	**50,5%**	**48,4%**	**45,2%**	**43,6%**
EMU-schuld (CEP2019-raming)	49,1%	47,1%	45,7%	44,6%	44,0%	
EMU-schuld (CEP2020-raming)		46,3%	45,2%	44,0%	43,1%	42,1%
EMU-schuld (CEP2021-raming)			58,6%	56,9%	56,0%	55,3%
EMU-schuld (CEP2022-raming)				53,8%	53,1%	52,7%
EMU-schuld (CEP2023-raming)					48,4%	48,7%
EMU-schuld (CEP2024-raming)						46,8%
EMU-saldo (realisatie)	**1,8%**	**-3,6%**	**-2,2%**	**0,0%**	**-0,4%**	**-0,6%**
EMU-saldo (CEP2019-raming)	1,2%	0,8%	0,2%	0,0%	-0,2%	
EMU-saldo (CEP2020-raming)		1,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%
EMU-saldo (CEP2021-raming)			-5,9%	-1,7%	-1,4%	-1,1%
EMU-saldo (CEP2022-raming)				-2,5%	-2,3%	-2,5%
EMU-saldo (CEP2023-raming)					-3,0%	-2,6%
EMU-saldo (CEP2024-raming)						-2,1%
Lange rente (realisatie)	**-0,1%**	**-0,4%**	**-0,3%**	**1,4%**	**2,8%**	**2,6%**

Indicator	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Lange rente (CEP2019-raming)	0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	
Lange rente (CEP2020-raming)		0,0%	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%
Lange rente (CEP2021-raming)			-0,3%	-0,2%	0,0%	0,1%
Lange rente (CEP2022-raming)				0,0%	0,1%	0,2%
Lange rente (CEP2023-raming)					2,3%	2,3%
Lange rente (CEP2024-raming)						2,4%

Bron: Centraal Planbureau, meerdere jaargangen Centraal Economisch Plan.

Bijlage B Gesprekspartners interviews

Organisatie	Gesprekspartner
ABN AMRO	Persoonsgegevens
Agentschap van de Generale Thesaurie	
Agentschap voor de Schuld (België)	
De Nederlandsche Bank	
Finanzagentur (Duitsland)	
Jefferies	
Ministerie van Financiën	
Ministerie van Financiën (Finland)	
Nationalbanken (Denemarken)	
State Treasury (Finland)	
Wetenschappers	

Bijlage C Overzicht beleidsinstrumenten het Agentschap en bijbehorende doelen

Onderstaande tabellen bevatten een overzicht van de beleidsinstrumenten die de het Agentschap inzet om haar beleidsdoelen te bereiken. Weergegeven in de tweede kolom is aan welk onderdeel van de eerste orde output de beleidsinstrumenten bijdragen (die zijn respectievelijk consistentie, transparantie, liquiditeit, flexibiliteit, beheersing van het renterisico en beheersing van het operationeel risico).

Tabel C.1 Uitgifte nieuwe leningen kapitaalmarkt en geldmarkt

Onderdeel	Draagt bij aan
DSL looptijd 10-jaars	
Uitgifte via Dutch direct auction (DDA).	transparantie, liquiditeit
Jaarlijkse uitgifte obligatie met looptijd tien jaar.	consistentie, liquiditeit
Doelvolume realiseren met tapveilingen binnen het jaar van uitgifte van ca. € 12 mld.	transparantie, liquiditeit
DSL looptijd korter dan 10-jaars	
Uitgifte via DDA.	
Doelvolume realiseren met tapveilingen binnen het jaar van uitgifte van ca. € 12 mld.	transparantie, liquiditeit
DSL looptijd langer dan 10-jaars	
Minimaal in de vijf jaar 30-jaars DSL via DDA.	consistentie, liquiditeit
Ad hoc andere looptijden afhankelijk van behoefte	flexibiliteit
Minimumvolume van ca. € 10 miljard binnen enkele jaren na de lancering.	transparantie, liquiditeit
Algemeen	
De wijze waarop financieringsbehoefte d.m.v. kapitaalmarktleningen wordt ingevuld, wordt in de Outlook niet volledig gespecificeerd. Het beoogde volume wordt voor sommige looptijden in het midden gelaten.	Flexibiliteit
Bij benchmark obligaties wordt het doelvolume per veiling vaak van tevoren vastgelegd, al dan niet met bandbreedte.	
Vooraankondiging van ontbrekende informatie een week voor de veiling na consultatie met de markt.	
Groene obligaties ad hoc via DDA met tot nu toe twee uitgiftes met een looptijd van 20 jaar bij introductie.	Doelstelling sluit niet aan bij artikel 11
Eén tot drie nieuwe staatsobligaties per jaar, bij uitzondering meer dan drie.	consistentie, liquiditeit
Vaste dagen in de maand voor veilingen.	
Heropenen bestaande DSL na overleg met de markt via tapveilingen.	liquiditeit
Mogelijkheid om obligaties terug te kopen die nog maximaal 24 maanden uitstaan	
Mogelijkheid tot heropening van off-the-run obligaties om liquiditeit te managen	

Onderdeel	Draagt bij aan
Uitgifte DTC	
Standaard met looptijd van 3 of 6 maanden	consistentie, liquiditeit
Bij verhoogd beroep ook 9 of 12 maanden	flexibiliteit
Minimaal streefvolume van € 20 tot 25 mld.	liquiditeit

Tabel C.2 Cashmanagement

Onderdeel	Draagt bij aan
DNB saldo	liquiditeit, flexibiliteit
Deposito's	liquiditeit, flexibiliteit
(Reverse) Repo's, Sell/Buybacks, Buy/Sellbacks	liquiditeit, flexibiliteit
Commercial Paper	liquiditeit, flexibiliteit

Tabel C.3 Beleid Primary dealers

Onderdeel	Draagt bij aan
Maandelijkse rapportageverplichting secundaire markt (SMRT rapportage)[160]	Consistentie, transparantie
Toegang tot de repo faciliteit voor het geval Primary dealers short zijn in een bepaald instrument en deze stukken niet of alleen tegen zeer ongunstige prijzen kunnen kopen. In dit geval wordt er een penalty rate gehanteerd	
Toegang tot de stripfaciliteit die afzonderlijke handel in geregistreerde rente en hoofdsom van effectenprogramma's mogelijk maakt. Deze wordt in de praktijk nauwelijks gebruikt	Liquiditeit
Quoteerverplichting (quoteren van minstens 6 uur per dag een vereiste is om deel te mogen nemen aan de non-compfaciliteit) en bepaling quoteerscore DSLs	Consistentie, transparantie
Ranking van prestaties secundaire markt door duratiegewogen systeem	Liquiditeit
Beloning via de non-comp option faciliteit met kooprechten die afhangen van ranking quotatie score en ranking secundaire markt	Liquiditeit

Tabel C.4 Communicatie

Onderdeel	Draagt bij aan
Jaarlijkse Outlook December	
Jaarplan financiering	Consistentie, transparantie
Financieringsbehoefte voor komende jaar	Consistentie, transparantie
Grove verdeling kapitaalmarkt en geldmarkt	Consistentie, transparantie, flexibiliteit
Kwartaalberichten	
Update financieringsbehoefte	Consistentie, transparantie
Vaststellen gedetailleerde uitgiftekalender aanstaand kwartaal	Consistentie, transparantie
Publicaties op de website	

160 Een Primary dealer levert omzetdata per maand, counterparty, locatie, looptijdsegment en handelsplatform volgens het Europees geharmoniseerde rapportageformaat

Onderdeel	Draagt bij aan
Resultaten veiling via persbericht en spreadsheet. Mate van detail is groter bij een DDA dan bij een tapveiling	Transparantie
Korte uitleg van verschillende veiling vormen (DDA, tapveiling)	
Veilingvoorwaarden	Transparantie
Beloningssystematiek Primary dealers	Transparantie
Maandelijks overzicht portefeuille (DSL, DTC, CP, niet-verhandelbare leningen, cash, onderpand, swap posities, risico-indicatoren)	Transparantie
Prospectussen met details schuldproducten en beleggerspresentaties	Transparantie
Overig	
Persberichten	Transparantie
reguliere (bilaterale) gesprekken met Primary dealers	Liquiditeit
Roadshows voorafgaand aan uitgifte nieuwe obligaties	Liquiditeit

Tabel C.5 Risicomanagement

Onderdeel	Draagt bij aan
Herfinancieringsrisico	
Sturing aan de hand van het RRB en de gemiddelde looptijd	beheersing renterisico
Er wordt in principe nooit schuldpapier uitgegeven met als doel te profiteren van lage kosten als dit de risico's verhoogt. Als van staand beleid wordt afgeweken, moet het MT hieraan akkoord geven	
Gedetailleerde scenario-analyses op basis van het kwantitatieve risicomodel dat na de vorige evaluatie is ontwikkeld (uitgifte × rentescenario's)	beheersing renterisico
Hoog-over scenario-analyse op basis van grove cijfers	beheersing renterisico
Tweejaarlijkse interne evaluatie renterisicokader	beheersing renterisico
Validatie door KPMG van model	beheersing renterisico
Mitigatie valutarisico	
Wordt altijd afgedekt via valutaswaps	beheersing overige financiële risico's
Mitigatie kredietrisico	
Voorwaarden / selectie tegenpartijen en contractuele vereisten	beheersing overige financiële risico's
Limieten per individuele tegenpartij	beheersing overige financiële risico's
Waar mogelijk gebruikmaken centrale clearing partij (CCP)	beheersing overige financiële risico's
Mitigatie settlementrisico fx-transacties	
limieten fx-transacties	beheersing overige financiële risico's
Timing betalingen (zo laat mogelijk op de dag)	beheersing overige financiële risico's
Operationeel risico	
Renteswaps alleen als sluitstuk zoals vastgesteld in het derivatenbeleid	beheersing operationeel risico
Eerste en tweede lijn van verdediging[161]	beheersing operationeel risico
Risicomanagement cyclus in vier stappen[162]	beheersing operationeel risico

161 1ste lijn is het lijnmanagement en de afdelingen die verantwoordelijk zijn voor de primaire operationele bedrijfsprocessen. 2de lijn betreft de functies die toezicht houden op de risico's die de organisatie loopt

162 De vier stappen zijn: identificatie risico's; identificatie scope; uitvoer Test of Design en Test of Effectiveness; rapportage en maatregelen mitigatie.

Onderdeel	Draagt bij aan
Risico MT ingevoerd sinds begin 2022	beheersing operationeel risico
Opstellen risicostrategiekaart met overzicht risico's, een geformuleerde risicobereidheid en het bijbehorende beleid	beheersing operationeel risico
Periodieke audit (een combinatie van interne dienst en periodiek externe audit door de Auditdienst Rijk)	beheersing operationeel risico
Uitwijklocatie voor de operationele werkzaamheden (handelsdesk, mid-office, backoffice)	beheersing operationeel risico

Bijlage D Beloningssystematiek Primary dealers in de periode 2019-2024

Tabel D.1 Overzicht beloningssystematiek Primary dealers

Non-comp	2019	2021	2022	2023	2024
Aankoop minimaal 3 procent	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Quoterings-verplichting	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
	Compliance score van op zijn minst 90 procent	Compliance score van op zijn minst 90 procent	Compliance score van op zijn minst 90 procent	Ranking op basis van compliance score	Ranking onder andere op basis van compliance score
Totale NCB-rechten van 15 procent	Ja	Ja	Ja	Nee	Nee
Totale NCB-rechten op basis van ranking	Nee	Nee	Nee	Ja	Ja
Basis ranking				Gemiddelde quotatiescore afgelopen 3 maanden	1) 50% gemiddelde quotatiescore afgelopen 3 maanden, 2) 50% op Secondary Market volume van afgelopen twee maanden met één maand (rapportage) vertraging.
Quotatiescore	Gemiddelde van dagelijks gemiddelde van dagelijkse compliance score van alle DSLs	Gemiddelde van dagelijks gemiddelde van dagelijkse compliance score van alle DSLs	Gemiddelde van dagelijks gemiddelde van dagelijkse compliance score van alle DSLs	Gemiddelde van dagelijks gemiddelde van dagelijkse compliance score van alle DSLs	Gemiddelde van dagelijks gemiddelde van dagelijkse compliance score van alle DSLs
Meetmethode dagelijkse compliance score	Beste van: (i) gewogen gemiddelde spread over alle uren gequote (ii) gewogen gemiddelde spread over beste 6 uur	Beste van: (i) gewogen gemiddelde spread over alle uren gequote (ii) gewogen gemiddelde spread over beste 6 uur	Beste van: (i) gewogen gemiddelde spread over alle uren gequote (ii) gewogen gemiddelde spread over beste 6 uur	Alleen spread tijdens de 6 beste quote-uren	Alleen spread tijdens de 6 beste quote-uren
Tijd die meetelt	Tot maximaal 6 uur per dag	Tot maximaal 6 uur per dag	Tot maximaal 6 uur per dag	Tot maximaal 6 uur per dag	6 uur + extra beloning voor tijd boven de 6 uur

Non-comp	2019	2021	2022	2023	2024
Scorebepaling op basis van spread	Niet gespecificeerd in scorevorm; enkel spreadkwaliteit t.o.v. grenswaarden	Niet gespecificeerd in scorevorm; enkel spreadkwaliteit t.o.v. grenswaarden	Niet gespecificeerd in scorevorm; enkel spreadkwaliteit t.o.v. grenswaarden	3 scorezones (100, 50 en 0 procent)	3 scorezones (100, 50 en 0 procent) , maar met extra score voor gequote tijd boven 6 uur
Outliers	Obvious outliers verwijderd	Obvious outliers verwijderd	Obvious outliers verwijderd	Obvious outliers verwijderd + data punten met minder dan 120 minuten gequoteerde tijd	Data punten met minder dan 120 minuten gequoteerde tijd + outliers met meer dan twee SDs als meer dan 75% van de datapunten overblijft of tot er 75% overblijft

Bijlage E Scores consistentie, transparantie en liquiditeit

Op basis van Jonasson and Papaioannou (2018) hebben we – in lijn met de evaluatie 2015-2019 – de volgende beleidsinstrumenten geïdentificeerd die bijdragen aan consistentie, transparantie en liquiditeit. In onderstaande tabel beoordelen we of deze instrumenten worden ingezet door het Agentschap.

Consistentie

Tabel E.1 Beleidsinstrumenten gericht op consistentie

Beleidsinstrument	Ingezet door het Agentschap	Hoe
Uitgeven schuld op vaste tijdstippen in een jaar	Ja	In de kwartaalkalender wordt vastgelegd op welke momenten er veilingen plaatsvinden. Daarnaast zijn er vaste dagen in de maand waarop veilingen plaatsvinden
Uitgifte van elk jaar nieuwe benchmarkobligatie(s)	Ja	Het Agentschap streeft ernaar jaarlijks één tot drie nieuwe staatsobligaties uit te geven. Elk jaar een obligatie met een looptijd van tien jaar en minimaal elke vijf jaar een obligatie met een looptijd van 30 jaar.
Aankondigen van een streefvolume voor het totale bedrag dat in een jaar wordt uitgegeven, maar ook voor elke lijn of voor elke veiling afzonderlijk	Deels	De financieringsbehoefte voor het nieuwe jaar wordt in de Outlook aangekondigd. Het beoogde volume en de hoeveelheid voor een specifieke looptijd worden voor sommige looptijden in het midden gelaten. Dit wordt gecommuniceerd in de outlook. Bij benchmark obligaties wordt het doelvolume vaak wel van tevoren vastgelegd, al dan niet met bandbreedte.
Ervoor zorgen dat het streefvolume per lijn wordt bereikt.	Ja	Als er een bepaald doelvolume wordt gecommuniceerd, is het beleid om binnen een jaar door taps op het doelvolume te komen. De snelheid waarmee dit gebeurt kan per looptijd verschillen vanwege verschillen in liquiditeit, relatieve vraag en de prijs.
Het uitvoeren van financieringsbeleid in overeenstemming met het kader voor risicobeheer en niet van afwijken om kortetermijnwinsten te behalen ten koste van een toename van het risico	Deels	Er wordt in principe nooit schuldpapier uitgegeven met als doel te profiteren van lage kosten als dit de risico's verhoogt. Als van staand beleid wordt afgeweken, moet het MT hiervoor akkoord geven. Een reden hiervoor kan zijn om kosten te verlagen tegen een acceptabel (hoger) risico.

Transparantie

Tabel E.2 Beleidsinstrumenten gericht op transparantie

Beleid	Ingezet door het Agentschap	Hoe
Tijdige publicatie van het financieringsplan voor het volgende jaar, met een hoge mate van informatieve inhoud	Ja	Deze publicatie vindt plaats via de outlook en de kwartaalberichten/uitgiftekalender. Dit is in de ogen van de markt tijdig.
Tijdig aankondigen van veilingdata en details	Deels	De uitgiftekalender wordt per kwartaal vastgesteld. Daarnaast vindt vooraankondiging van meer info dichter op de veiling (meestal week van tevoren) na consultatie met de markt.

Beleid	Ingezet door het Agentschap	Hoe
Het publiceren van periodieke updates over de financieringsbehoefte	Ja	De periodieke updates van de financieringsbehoefte vinden plaats via de kwartaalberichten en een persbericht in januari.
Publiceren van resultaten na de veiling	Ja	Er wordt over de resultaten van de veiling gecommuniceerd via een persbericht op de website en door middel van een spreadsheet met historische data die op de website wordt gepubliceerd. Het detail van informatie kan per veiling wel verschillen, bij een DDA is dit gedetailleerder dan bij een tapveiling.
Duidelijke beschrijving van het veilingproces	Ja	Op de website is een uitleg van verschillende veilingvormen (DDA, DA, tapveiling). Daarnaast staan de regels voor de veilingen op de website van het Agentschap, net zoals de termsheets voor de DDAs en zijn er beleggerspresentaties.
Regelmatig communiceren met Primary dealers en investeerders over het financieringsplan en de details van de veiling	Ja	Naast publieke communicatie over het financieringsplan is er ook periodiek bilateraal contact tussen het Agentschap en Primary dealers in het kader van individuele veilingen, maar niet over het totale financieringsplan voor een jaar.
De rationale voor en statistieken over de derivatenportefeuille bekendmaken	Deels	Statistieken over de swap portefeuille worden gepubliceerd als onderdeel van de maandrapportage. De ratio voor FX swaps staat beschreven op de website. Er is geen gepubliceerde ratio voor het al dan niet gebruiken van renteswaps.

Liquiditeit

Tabel E.3 Beleidsinstrumenten gericht op liquiditeit

Beleidsinstrument	Ingezet door het Agentschap	Hoe
Uitgifte van voldoende omvang zodat geen enkele partij de meerderheid van het instrument in handen heeft	Ja	Uitgifte van 10-jaars is jaarlijks en 30-jaars minimaal elke vijf jaar. Dit zorgt voor een complete curve tot tien jaar. De beperking tot jaarlijks of vierjaarlijks garandeert een minimale omvang van individuele obligaties. Naast het beleid voor DSLs is er ook beleid om een minimumomvang van de geldmarkt te hebben van 20 miljard euro gedurende het jaar om de liquiditeit en markttoegang te borgen
Selecteren van Primary dealers op basis van de handelsactiviteit op de secundaire markt	Ja	Na de hervorming van de ranking van Primary dealers voor de non-compfaciliteit in 2023 worden Primary dealers op een meer continue manier beloond voor hun activiteiten op de secundaire markt. Voor 2023 was de beloning meer gestoeld op het behalen van een grenswaarde.
Vaststellen van maximumhoeveelheidslimieten bij veilingen	Ja	Bij de DDA zijn er limieten per bieding.
Uitgifte van benchmarkobligaties om een liquide curve te onderhouden	Ja	Er wordt jaarlijks een benchmark 10-jaarsobligatie uitgegeven. Daarnaast wordt minstens elke vijf jaar een benchmark 30-jaarsobligatie uitgegeven.
Quoteringsverplichting voor Primary dealers	Ja	Primary dealers worden gestimuleerd om te quoteren omdat het quoteren van minstens 6 uur per dag een vereiste is om deel te mogen nemen aan de non-compfaciliteit.

Beleidsinstrument	Ingezet door het Agentschap	Hoe
Faciliteit voor effectenleningen	Ja	Er is een repo faciliteit voor het geval Primary dealers short zijn in een bepaald instrument en deze stukken niet of alleen tegen zeer ongunstige prijzen kunnen kopen. In dit geval wordt er een penalty rate gehanteerd.
Inhouden van een deel van het uitgiftevolume voor handel op de secundaire markt	Nee	Nederland doet dit niet
Heropening van off-the-run obligaties	Ja	Om de liquiditeit te managen worden lopende obligaties soms heropend
Tapveiling	Ja	Het Agentschap tapt regelmatig in instrumenten met verschillende looptijden, waardoor de omvang van deze instrumenten en daarmee hun liquiditeit op de secundaire markt toeneemt.
Programma voor het terugkopen van obligaties	Deels	Soms koopt het Agentschap wel obligaties terug, die nog maximaal 24 maanden uitstaan.
Afzonderlijke handel in geregistreerde rente en hoofdsom van effectenprogramma's.	Ja	De mogelijkheid is er maar wordt in de praktijk nauwelijks gebruikt.

Bijlage F Vragenlijst enquête

Questionnaire Primary dealers about the DSTA

Welcome to the questionnaire. This questionnaire is part of a research that is conducted by SEO Amsterdam Economics, commissioned by the Ministry of Finance. The outcomes of this research will contribute to the periodic evaluation of Article 11 - 'Financing national debt'. By completing this questionnaire, you are contributing to the ongoing development and evaluation of Dutch debt management policy.

About the questionnaire

In this questionnaire, we ask you as a Primary dealer about your experiences with the DSTA and its policies. The questionnaire consists of three sections and takes approximately 5-10 minutes to complete. Your responses will be treated confidentially and processed anonymously.

Consistency and transparency

DSTA aims to achieve consistency and transparency in its funding policy. In the following questions we ask your opinion on these topics.

1. Statement: The DSTA is sufficiently consistent and predictable in the issuance of DSLs and DTCs. (Strongly disagree, disagree, neither disagree nor agree, agree, strongly agree, don't know)
2. Statement: The DSTA is sufficiently transparent about the timing of auctions. (Strongly disagree, disagree, neither disagree nor agree, agree, strongly agree, don't know)
3. Statement: The DSTA is sufficiently transparent about the size of auctions (Strongly disagree, disagree, neither disagree nor agree, agree, strongly agree, don't know

In recent years, the DSTA has become more flexible in its issuance policy: the timing of issuance is fixed, but the type of bond to be issued is not.

4. To what extent has this increase in flexibility come at the expense of consistency? (Not at all, limited extent, some extent, reasonable extent, great extent, don't know)
5. To what extent does transparency contribute to a lower risk premium on government debt? (Not at all, limited extent, some extent, reasonable extent, great extent, don't know)
6. To what extent does consistency contribute to a lower risk premium on government debt? (Not at all, limited extent, some extent, reasonable extent, great extent, don't know)
7. Would you like to elaborate on your answers? [open question, not required]
8. What would you advise the DSTA about the balance between consistency and flexibility in its issuance policy? (Open question; not required)

Primary dealer remuneration

Since 2023, the non-comp allocation for Primary dealers has been based on quoting performance, replacing the previous fixed maximum allocation of 15% of the volume in auctions. The new methodology includes a non-comp ranking based on a weighted average of quoting scores and secondary market volumes. The following questions concern your experience with this new approach.

9. To what extent does the new remuneration methodology reward your effort as Primary dealer more fairly compared to the previous remuneration methodology? (Not at all, limited extent, some extent, reasonable extent, great extent, don't know)
10. To what extent does the new remuneration methodology encourage you to more actively quote DSLs on the secondary market compared to the previous remuneration methodology? (Not at all, limited extent, some extent, reasonable extent, great extent, don't know)

11. Would you like to elaborate on your answers? [open question, not required]

Open questions

12. Where do you identify opportunities for improvement in the DSTA's policies? (Open question; not required)

This is the end of the questionnaire. You can still change your answers by clicking 'Back'. To definitively submit your answers, please click 'Next'.

Bijlage G Correlatie yields met andere landen

Tabel G.1 Correlaties van de yields over alle jaren

	Netherlands	Germany	Belgium	Spain	Italy	Portugal	France
Netherlands	X	0,998	0,991	0,975	0,920	0,961	0,993
Germany		X	0,986	0,967	0,907	0,952	0,989
Belgium			X	0,993	0,954	0,986	0,999
Spain				X	0,974	0,995	0,991
Italy					X	0,982	0,946
Portugal						X	0,981
France							X

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van Bloomberg data

Tabel G.2 Correlaties van de yields in 2023

	Netherlands	Germany	Belgium	Spain	Italy	Portugal	France
Netherlands	X	0,961	0,793	0,598	0,371	0,437	0,874
Germany		X	0,675	0,434	0,162	0,261	0,787
Belgium			X	0,945	0,792	0,854	0,972
Spain				X	0,925	0,950	0,885
Italy					X	0,939	0,687
Portugal						X	0,765
France							X

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van Bloomberg data

“De wetenschap dat het goed is.”

SEO Economisch Onderzoek doet onafhankelijk toegepast onderzoek in opdracht van overheid en bedrijfsleven. Ons onderzoek helpt onze opdrachtgevers bij het nemen van beslissingen. SEO Economisch Onderzoek is gelieerd aan de Universiteit van Amsterdam. Dat geeft ons zicht op de nieuwste wetenschappelijke methoden. We hebben geen winstoogmerk en investeren continu in het intellectueel kapitaal van de medewerkers via promotietrajecten, het uitbrengen van wetenschappelijke publicaties, kennisnetwerken en congresbezoek.

SEO-rapport 2025-91
ISBN 978-90-5220-547-2

Informatie & Disclaimer
SEO Economisch Onderzoek heeft op de verkregen informatie en data geen onderzoek uitgevoerd dat het karakter draagt van een accountantscontrole of due diligence. SEO is niet verantwoordelijk voor fouten of omissies in de verkregen informatie en data.

Copyright © 2025 SEO Amsterdam.
Alle rechten voorbehouden. Het is geoorloofd gegevens uit dit rapport te gebruiken in artikelen, onderzoeken en collegesyllabi, mits daarbij de bron duidelijk en nauwkeurig wordt vermeld. Gegevens uit dit rapport mogen niet voor commerciële doeleinden gebruikt worden zonder voorafgaande toestemming van de auteur(s). Toestemming kan worden verkregen via secretariaat@seo.nl.

Roetersstraat 29
1018 WB Amsterdam

+31 20 399 1255
secretariaat@seo.nl
www.seo.nl

seo • economisch onderzoek