

Outlook 2006



Outlook 2006

De cijfermatige informatie is afgesloten op 31 oktober 2005.

Colofon

Ontwerp Studio Tint, Den Haag

ISSN
1566-0591

Outlook 2006

Voorwoord

De belangrijkste doelstelling van het Agentschap van het ministerie van Financiën is de financiering van de Nederlandse staatsschuld tegen zo laag mogelijke kosten gegeven een aanvaardbaar risiconiveau. Om dit te bereiken, wordt een risicomanagementstrategie gehanteerd. In 2006 zal een uitgebreide evaluatie van het risicomanagement plaatsvinden. De herijking zal in belangrijke mate uit een grondig onderzoek naar de doelstellingen, de instrumenten en de maatstaven bestaan. De uitkomst van de herijking zal de basis vormen voor het risicomanagement voor de periode 2007-2010.

In de loop der jaren is het Agentschap steeds flexibel ingesprongen op veranderde marktomstandigheden, onder meer door de invoering van nieuwe instrumenten en veilingmethoden. Nieuwe instrumenten worden geïntroduceerd als ze passen binnen de hoofddoelstelling en op adequate wijze tegemoet komen aan de vraag op de markt. De uitgifte van de 30-jarige DSL in april 2005 en de ruilfaciliteit die daarbij werd aangeboden zijn hiervan een mooi voorbeeld. De 30-jarige lening zal in 2006 worden heropend. Hiernaast zal de liquiditeit in de oude 30-jarige lening die in 1993 werd geïntroduceerd worden bevorderd. Hiertoe zal een nieuwe lening met bijna dezelfde modaliteiten als de lening uit 1993 worden uitgegeven in combinatie met een strip- en destrip-faciliteit. Het enige verschil tussen de oude en nieuwe 2023-lening betreft de hoogte van de coupon. Indexleningen vormen in de nabije toekomst geen onderdeel van de uitgifte.

Met betrekking tot het beheer van het schatkistsaldo, worden financiële producten zoals European Commercial Paper en tri-party repo's onderzocht. European Commercial Paper kan bijdragen tot het efficiënt beheer van kortetermijnliquiditeit, terwijl tri-party repo's de kwetsbaarheid voor kredietrisico bij geldmarktoperaties kunnen verminderen.

Sinds 1999 faciliteren Primary Dealers en Single Market Specialists de uitgifte van schatkistpapier (DTC's) en staatsobligaties (DSL's). Hun activiteiten in primaire en secundaire markten voor zowel DSL's als DTC's worden gevolgd teneinde transparante en liquide markten voor Nederlands waardepapier te waarborgen. Het Agentschap wenst een lange-termijnrelatie met zijn Primary Dealers te houden. Om nieuwe geïnteresseerde partijen evenwel een eerlijke kans te geven en om de juiste prikkels te bewaren, wordt het lidmaatschap van het Primary Dealer-stelsel jaarlijks geëvalueerd.

Er werd dit jaar bijzondere aandacht besteed aan de organisatorische opstelling van het Agentschap alsook aan de IT-omgeving. Verbeteringen vonden plaats om de flexibiliteit en functionaliteit van het Agentschap verder te verhogen. We zullen dan ook nog beter in staat zijn om tijdig in te spelen op nieuwe ontwikkelingen.

Erik Wilders

Agent van het Agentschap van het ministerie van Financiën

Inhoud

1	Economische vooruitzichten en financiële markten	9
1.1	Mondiale en Europese economie	10
1.2	De Nederlandse economie	11
1.3	Financiële markten	13
	Box 1 Uitstel van het Financieel Toetsingskader	15
	Box 2 Verklaringen voor de lage rente	16
2	Het financieringsbeleid in 2006	19
2.1	Risicomanagement	20
2.2	Primary Dealers en Single Market Specialists in 2006	21
2.3	Ontwikkelingen in primaire en secundaire markten	23
2.4	Uitgifte in 2006	24
	Box 3 Dutch Direct Auction	27
3	Onderzoek en nieuwe ontwikkelingen	29
3.1	Risicomanagement na 2006	30
3.2	Nieuwe financieringsinstrumenten	31
3.3	Organisatie van het Agentschap	34
3.4	Overname van MTS S.p.A.	35
	Bijlagen	36
1	Verschillende schuldbegrippen	37
2	Kenmerken van de Nederlandse staatsschuld	37
3	Uitgiftetechnieken	37
4	Faciliteiten	38
5	Clearing en settlement	38
6	Fiscale aspecten van beleggingen in staatsschuld	39
7	Wettelijk kader en verantwoording	40
8	Organigram	41
9	Adressenlijst	42
	Statistische informatie	43
1	Rentelasten staatsschuld in 2004, 2005 en 2006	44
2	Verloop van de gevestigde schuld in 2005	45
3	Emissies voor de dekking van de reguliere financieringsbehoefte in 2004 en 2005	46
4	Renteswaps	47
5	Kerngegevens staatsleningen in 2005	48
6	Jaarlijkse rente en aflossingen, 2006-2037	50

Hoogtepunten Outlook 2006

Economische vooruitzichten en financiële markten



6

De mondiale economische groei blijft sterk. De Nederlandse economie zal zich naar verwachting in 2006 herstellen dankzij deze gunstige mondiale vooruitzichten en de eerste effecten van recente hervormingen. Overheidsmaatregelen gericht op het stimuleren van de arbeidsmarkt en het aanmoedigen van het bedrijfsleven beginnen vrucht af te werpen. 2005 was een hectisch jaar voor de markten van vastrentende waarden. De rentecurve in de v.s. werd bijna volledig vlak, veroorzaakt door de geleidelijke verhoging van de korte-termijnrente. De afvlakking in Europa werd veroorzaakt door een daling van de lange rente.

mondiale groei rond 4%

1.1 Mondiale en Europese economie

De wereldeconomie zal dit jaar naar verwachting met gemiddeld 4% groeien. Voor 2006 zal deze groei net boven de 4% uitkomen. In vergelijking met 2004 doet de mondiale economie het in 2005 iets minder goed, deels als gevolg van de sterke olieprijsstijgingen. Voor 2006 worden een stabilisatie van de olieprijzen en betere financiële vooruitzichten voor het bedrijfsleven verwacht. De blijvend sterke prestaties van opkomende economieën zoals China zullen eveneens bijdragen tot de mondiale groei. Deze positieve ontwikkelingen gaan echter gepaard met de blijvende dreiging van terroristische aanslagen en de forse overschotten c.q. tekorten op de lopende rekening van enkele grote landen.

consumenten en producenten stimuleren Amerikaanse economie

In 2005 presteerde de economie van de v.s. krachtig dankzij een sterke inkomensgroei en verbeterde omstandigheden op de arbeidsmarkt.

De catastrofale effecten van de orkaan Katrina hadden een beperkte invloed op de totale productie. Er zal waarschijnlijk wel een indirect effect van de orkaan op de economie zijn omdat Katrina de olieprijsstijgingen nog verder heeft versterkt. In het algemeen kan gesteld worden dat de economische groei in de v.s. solide is. Ook in 2006 zal de economie er een verdere groei doormaken door een stijging van de particuliere consumptie en van de bedrijfsinvesteringen. De particuliere bestedingen zullen toenemen dankzij de gestegen werkgelegenheid. De toename van de investeringen van ondernemingen is op zijn beurt te danken aan positieve winstverwachtingen, een hoge bezettingsgraad en de historisch lage investeringskosten. Deze lage investeringskosten gelden ondanks de graduele verhoging van de korte-termijnrente die is bedoeld om de inflatoire druk te verminderen. Dit alles zal een positieve weerslag op het begrotingstekort hebben, dat naar verwachting zal afnemen van 4,3% van het BBP in 2005 tot ongeveer 3,5% van het BBP in 2006.

China en Midden-Oosten versterken de groei

De vooruitzichten voor de Aziatische economie blijven rooskleurig, gezien een verwacht gemiddeld groeicijfer van bijna 7% voor 2006. China kent met een verwachte stijging van het BBP-volume van meer dan 8% de hoogste groei in 2006. Ook India groeit sterk dankzij de hoge uitvoer naar het Midden-Oosten. Voor Japan wordt zowel voor 2005 als voor 2006 een groeicijfer van ongeveer 2% per jaar voorspeld. Er wordt verwacht dat Japan zijn budgettair beleid verder zal verkrappen in 2006.

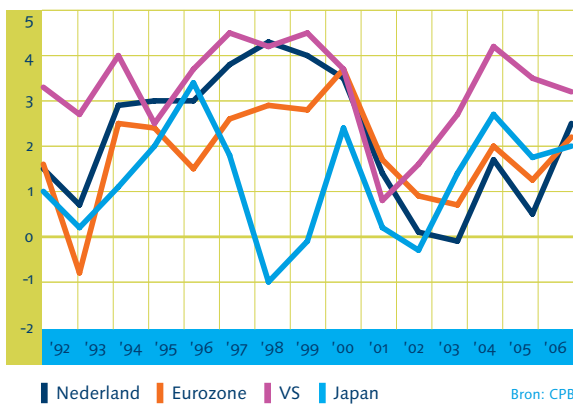
betere vooruitzichten voor de eurozone...

De economie in de eurozone zal zich naar verwachting gaan herstellen.

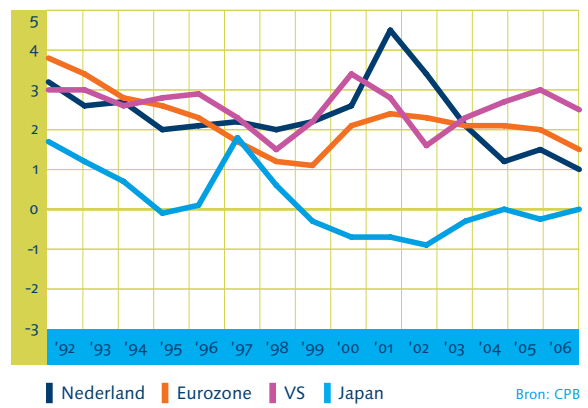
De groeiverwachting voor 2006 bedraagt ongeveer 2% in vergelijking met ruim 1% in 2005. De lage groei van 2005 kan verklaard worden door een aanhoudende appreciatie van de euro en de sterke olieprijsstijgingen. De vertrouwensindicatoren zijn ook ondermaats. Het begrotingstekort zal voor de E.U. als geheel de 3%-norm van het BBP in 2005 overschrijden. Stuwende krachten achter het verwachte herstel in 2006 zijn de positieve mondiale economische ontwikkelingen en de historisch lage rentevoeten, alsook het langzaam uitdoven van het effect van de appreciatie van de euro en een verwachte stabilisatie van de olieprijs. Hierdoor wordt een toename van de bedrijfsinvesteringen verwacht. Dankzij het herstel wordt verwacht dat het begrotingstekort in 2006 zal teruglopen tot een gemiddeld niveau van 3% van het BBP. De reactie van de arbeidsmarkt zal traag zijn maar een kleine afname van de werkloosheid zou volgend jaar al zichtbaar kunnen zijn.

...zullen naar verwachting het tekort verlagen en de arbeidsmarktprestatie verbeteren

Volume groei BBP, 1992-2006 (%)



Inflatie, 1992-2006 (%)



herstel in 2006...

...na forse recessie...

...dankzij structurele hervormingen

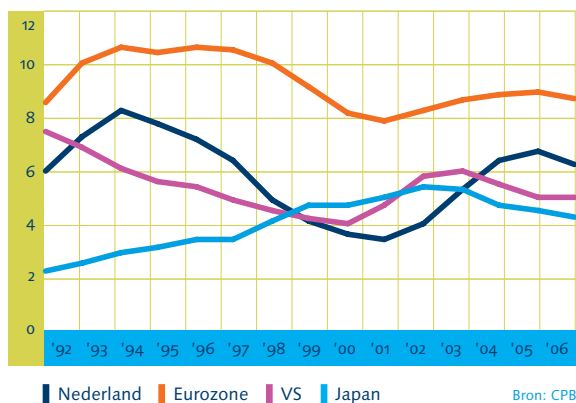
1.2 De Nederlandse economie

De structurele hervormingen, welke de laatste jaren in Nederland zijn doorgevoerd, hebben de Nederlandse economie in een goede positie gebracht om te profiteren van de mondiale economische groei in 2006. Na een kleine terugval in 2005, welke werd veroorzaakt door een tijdelijke daling van de koopkracht, de sterke euro en hoge olieprijs, zal de economie zich naar verwachting herstellen in 2006. Het herstel zal voornamelijk gedreven worden door de uitvoer, in hoge mate ondersteund door een verbetering van de concurrentiepositie van het Nederlands bedrijfsleven. De economische groei zal volgend jaar naar verwachting boven de 2% uitkomen.

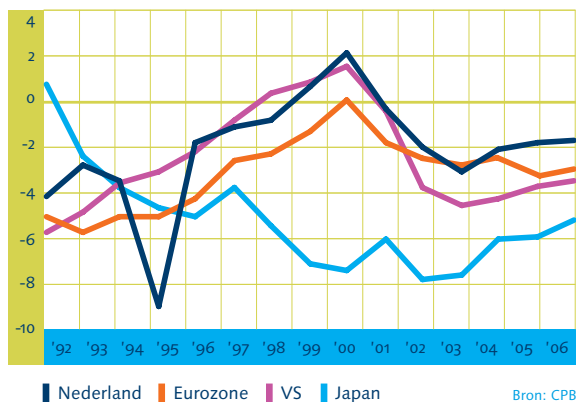
Tijdens de periode 2001-2003 ervoer de Nederlandse economie een forse recessie. Deze achteruitgang was voornamelijk te wijten aan een daling van de groei van de uitvoer, die op haar beurt het gevolg was van zowel externe schokken als van de sterke relatieve toename van de Nederlandse arbeidskosten per eenheid product aan het eind van de jaren negentig. Toen de arbeidsproductiviteitsgroei daalde tijdens de laagconjunctuur, mede omdat de werkgevers niet meteen de aantallen werknemers lieten krimpen, en de lonen zich niet aanpasten, stegen de arbeidskosten per eenheid product nog meer waardoor de Nederlandse concurrentiepositie aanzienlijk verslechterde. Naast de problemen op de arbeidsmarkt, werd de recessie in het begin van het nieuwe millennium versterkt door negatieve vermogens effecten, veroorzaakt door een terugval op de aandelenmarkt en het feit dat de sterke stijging van de huizenprijzen tot een einde kwam.

Het Nederlandse kabinet reageerde op deze economische verzwakking met een reeks van hervormingsmaatregelen. Deze maatregelen zijn in het bijzonder gericht op het stimuleren van de arbeidsmarkt. Zowel een toename van de arbeidsparticipatie als een hogere productiviteitsgroei waren nodig om de economische groei weer op gang te krijgen. Alle uitvalroutes voor de arbeidsmarkt werden onder de loep genomen en de regels om de arbeidsmarkt te verlaten werden aangepakt. Om zowel nieuwe als langere arbeidsparticipatie te stimuleren, werden de mogelijkheden om als inactief te worden aangemerkt beperkt en werden de regelingen voor kinderopvang verbeterd. Loonmatiging had evenzeer een positieve invloed op de werking van de arbeidsmarkt. Om het bedrijfsleven te stimuleren, werden de belasting en de administratieve lasten verlaagd. In 2006 zal de kapitaalbelasting worden afgeschaft en de winstbelasting worden verlaagd tot 29,6% (in vergelijking met bijna 35% in 2003). Eind 2007 moeten de administratieve lasten met 25% verlaagd zijn; ongeveer 10% werd ultimo 2005 bereikt.

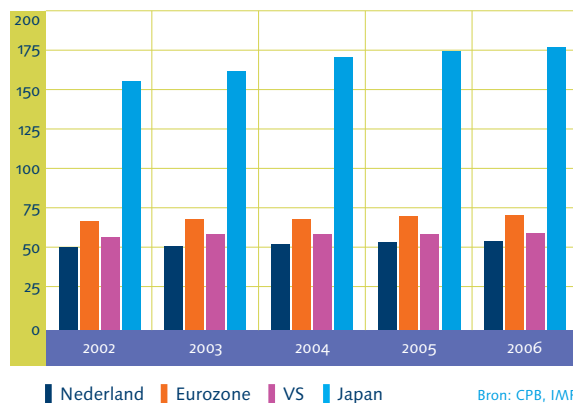
Werkloosheid, 1992-2006 (% van de beroepsbevolking)



Bron: CPB

Begrotingssaldo, 1992-2006 (% van het BBP)
Nederland, Eurozone (EMU-saldo), VS en Japan

Bron: CPB

Schuldquote, 2002-2006 (% van het BBP)
Nederland, Eurozone (EMU-schuld), VS en Japan

Bron: CPB, IMF

nieuwe zorgverzekering en levensloopregeling in 2006

Twee hervormingsmaatregelen zijn van bijzonder belang. De eerste betreft de wijziging in de fiscale behandeling van het vervroegde pensioen en van de levensloopregeling. Doel van deze hervorming is het stimuleren van de arbeidsparticipatie en in het bijzonder de participatie van oudere werknemers. De tweede hervorming is de invoering van het nieuwe zorgverzekeringssysteem in 2006. Met dit nieuwe systeem wordt een efficiënter zorgaanbod beoogd. In het nieuwe systeem hebben de verzekeraars een fundamentele rol in de aankoop van zorg, wat de concurrentie tussen de zorgaanbieders moet stimuleren. De verplichte publieke zorgverzekering en de particuliere systemen zullen samengaan in een nieuw, particulier basiszorgsysteem. Deelname aan het nieuwe systeem is verplicht. De premie bestaat uit een vast bedrag en een inkomensafhankelijke bijdrage.

hoge groei in bedrijfsinvesteringen

De hervormingsmaatregelen uit het recente verleden hebben reeds vrucht afgeworpen. De arbeidsmarkt wordt geleidelijk aan minder rigide en loonstijgingen worden succesvol gematigd. In tegenstelling tot het recente verleden, dalen de Nederlandse arbeidskosten per eenheid product nu in lijn met de ontwikkeling van de arbeidskosten in andere landen van de eurozone. Deze eerste resultaten leiden tot een sterke groei van de uitvoer en betere winstresultaten, welke op hun beurt de bedrijfsinvesteringen zullen bevorderen. De bedrijfsinvesteringen zullen daarom naar verwachting sterk groeien in 2006. Waarschijnlijk is bovendien dat het werkloosheidscijfer een beperkte daling zal laten zien. Omdat de meeste hervormingen doorgaans enige tijd vergen voordat ze volledig effectief zijn, zullen de resultaten pas in de komende jaren goed zichtbaar worden.

hervormingen pas volledig effectief in komende jaren

enige budgettaire manoeuvre-ruimte

De economische ontwikkelingen en de structurele problemen hebben hun invloed gehad op de overheidsfinanciën. Het begrotingssaldo verslechterde van een overschot van meer dan 2% van het BBP in 2000 tot een tekort van 3,2% van het BBP in 2003. De verslechtering werd beperkt dankzij een streng fiscaal beleid. Fiscale consolidatie in combinatie met een hogere groei zal naar verwachting het tekort beperken tot ruim onder 2% van het BBP in 2005 en 2006. Effectief beleid samen met economisch herstel kan zelfs extra uitgaven ter verbetering van de koopkracht van de Nederlandse consument mogelijk maken. Desondanks blijven verder budgettaire aanpassingen op middellange termijn noodzakelijk, met name om het hoofd te bieden aan de effecten van een verouderende bevolking.

1.3 Financiële markten

afvlakking van de rentecurve...

2005 was een hectisch jaar voor de markten van vastrentende waarden.

De rentecurve in de V.S. werd bijna volledig vlak, als gevolg van de geleidelijke verhoging van de korte-termijnrente, bedoeld om de inflatoire druk te verminderen. De afvlakking in Europa was te wijten aan een daling van de lange rente tot het laagste niveau sinds de Tweede Wereldoorlog.

...in V.S. ...

In de V.S. verhoogde de Federal Reserve Bank de rente van 1% in juni 2004 tot 4% in november 2005 als reactie op de toegenomen inflatoire druk. Tijdens dezelfde periode bleef de lange rente in de V.S. min of meer stabiel op 4%. Hét gespreksonderwerp in 2005 was de lage lange rente die in scherp contrast stond tot de stijgende korte rente. Greenspan noemde dit verschijnsel een 'conundrum'. Als gevolg van de uitblijvende reactie van de lange rente daalde de spread tussen de 2-jarige en de 10-jarige Amerikaanse treasury bonds van 240 tot 11 basispunten tussen januari 2004 en augustus 2005.

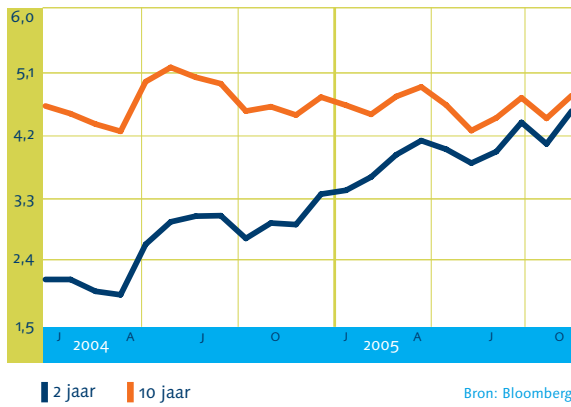
...en in Europa...

In Europa waren de geldmarkten gericht op de Europese Centrale Bank (ECB), die de belangrijkste herfinancieringrente ongewijzigd liet. In het begin van het jaar bedroeg de spread tussen de overnight en de 12-maands Euribor 25 basispunten, hetgeen duidde op een risicopremie en een kleine kans op een mogelijke renteverhoging. In de loop van het jaar vervlakte de rentecurve van de geldmarkt. Ondanks ferme uitspraken van ECB-vertegenwoordigers, inverteerde de rentecurve halverwege het jaar zelfs als gevolg van onzekerheden over het economisch herstel. Na augustus 2005 werd de curve op de geldmarkt erg steil. Dit werd veroorzaakt door een hogere inflatie welke op zijn beurt het gevolg was van de zeer hoge olieprijs en een depreciatie van de euro. ECB-vertegenwoordigers waarschuwden in die tijd tevens voor de hoge groei van monetaire aggregaten en de inflatoire druk.

De lange rente in Europa zakte naar het laagste niveau van de laatste 50 jaar. Zo bereikte de nieuwe Nederlandse 10-jarige DSL een rentestand van 3,025% in september 2005, terwijl de Duitse referentie-Bund korte tijd minder dan 3% opbracht. Daardoor vervlakte de Europese rentecurve aanzienlijk in het laatste anderhalf jaar. De rente tussen de 10-jarige en de 2-jarige obligatie daalde met 100 basispunten tot ongeveer 70 basispunten. Ook de spread tussen de nieuwe 30-jarige en de 10-jarige DSL nam af tot minder dan 40 basispunten, dit door de grote vraag naar lange obligaties.

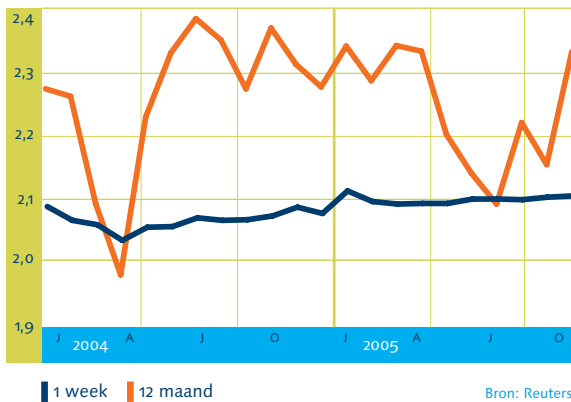
De recente mondiale ontwikkelingen van de rentevoet zouden moeilijk te voorspellen zijn geweest. Toch zijn er een aantal structurele en tijdelijke factoren die deze recente ontwikkelingen gedeeltelijk kunnen verklaren.

De kapitaalmarkt in de VS, Swap rente 2 jaar en 10 jaar, januari 2004 tot oktober 2005



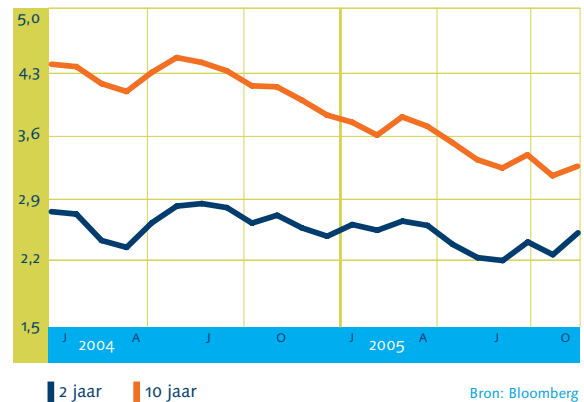
Bron: Bloomberg

De Europese geldmarkt, Euribor 1 week en 12 maand, januari 2004 tot oktober 2005



Bron: Reuters

De Europese kapitaalmarkt, Swap rente 2 jaar en 10 jaar, januari 2004 tot oktober 2005



Bron: Bloomberg

...door o.a. reglementeringen voor financiële verslaglegging en pensioenfondsen/verzekeraars

Een tijdelijke factor is de wereldwijde trend in de regels voor financiële verslaglegging en de reglementering voor pensioenfondsen/verzekeraars naar waarderingen op marktwaarde van balansposities. Deze trend heeft mogelijk een neerwaarts effect gehad op de lange-termijnrente. Over het algemeen wordt aangenomen dat deze nieuwe regels leiden tot de aanschaf van nieuwe activa gekoppeld aan de bestaande lange-termijnpassiva. De 30/10 spread was niet alleen onderhevig aan het feitelijke gedrag van de institutionele beleggers maar ook aan het speculatieve gedrag van trading accounts. Deze laatsten voorspelden een aangepast gedrag van institutionele beleggers in reactie op de nieuwe regels. Zo veroorzaakte het (gerucht over het) uitstel van de Nederlandse toezichtregels voor pensioenfondsen (FTK) enige volatiliteit in de spread tussen 30-jarige en 10-jarige staatsobligaties (zie ook box 1). Andere structurele factoren die gedeeltelijk de lage interestvoeten kunnen verklaren zijn de aanzienlijke reservestromen van centrale banken uit Azië en het Midden-Oosten, demografische ontwikkelingen die hebben geleid tot een hoog aantal mensen dat de pensioengerechtigde leeftijd nog net niet heeft bereikt en de volgroeiing van de Europese markt voor staatsobligaties (zie ook box 2).

- CPB, 2005, Macro Economische Verkenning 2006.
- IMF, 2005, World Economic Outlook.

Box 1 Uitstel van het Financieel Toetsingskader

De Nederlandsche Bank (DNB), de toezichthouder van de pensioensector, kondigde in september 2005 aan dat het nieuwe toetsingskader met een jaar wordt uitgesteld. Dit betekent dat het Financieel Toetsingskader (FTK) pas op 1 januari 2007 volledig in werking zal treden. Pensioenfondsen hebben echter sinds oktober 2004 de mogelijkheid om vrijwillig eerder over te gaan op het nieuwe regime. De reden voor het verschuiven van de invoeringsdatum naar 2007 is dat het parlement nog over onderdelen van de Pensioenwet, waarin het financiële toezicht zal worden vastgelegd, moet besluiten. Dit uitstel geeft de pensioenfondsen ruim de tijd om zich voor te bereiden op een zorgvuldige invoering van het Financieel Toetsingskader in 2007.

Ook de risicotoets voor verzekeraars werd uitgesteld, in afwachting van de resultaten van de discussie over Solvency II.

Box 2 Verklaringen voor de lage rente

Greenspan's 'conundrum' blijft nog steeds enigszins raadselachtig. Rente heeft zijn reputatie als één van de moeilijkst voorspelbare macro-economische variabelen bevestigd. Sinds 1982 heeft de Wall Street Journal jaarlijks een aantal economen gevraagd naar hun renteverwachtingen. In de laatste enquête, welke de periode 2005 bestrijkt, werden 56 economen ondervraagd. Daarvan voorspelden er 55 onterecht een stijging van de rente van de 10-jarige Amerikaanse treasury bond over de periode van december 2004 tot 31 juli 2005. Sinds het begin van het onderzoek heeft slechts een derde van de geïnterviewden de richting van de rente-ontwikkeling correct voorspeld. Dit is een slechter resultaat dan de kans op munt bij het opwerpen van een muntstuk¹.

Wanneer we op het recente verleden terugblikken, is een van de ontwikkelingen die de huidige lage rente kan verklaren de toenemende overvloed aan spaartegoeden². In de afgelopen jaren is de spaarquote sneller gegroeid dan de investeringsquote, met als gevolg een lage reële interestvoet. Landen in het Midden-Oosten en Azië hebben hoge spaartegoeden. De spaarquote in het Midden-Oosten werd gedreven door hoge olieinkomsten. Bovendien is een aantal snel groeiende Aziatische landen er nog niet in geslaagd hun grote binnenlandse spaartegoeden efficiënt door te sluizen naar investeringen, ondanks de evolutie van een arbeidsintensieve naar een meer kapitaalintensieve economie. Zo heeft China een erg hoge spaarquote van ongeveer 50% van het BBP en een investeringsquote van ongeveer 45% van het BBP, en daarmee een overschot op de lopende rekening van 5% van het BBP. De V.S. is de belangrijkste importeur van de overtollige spaartegoeden uit het Midden-Oosten en Azië. Het IMF verwacht dat de groei van de investeringen in de V.S. jaarlijks gemiddeld 7% zal bedragen tussen 2004 en 2006. In andere Westerse landen lijkt de verwachte opbrengst op investeringen laag. In deze landen dalen de investeringen als aandeel van het BBP, ondanks de huidige gunstige financieringsvoorwaarden. In de komende jaren zou de neerwaartse druk van overtollige spaartegoeden van olieproducerende landen en van Aziatische landen kunnen afnemen. Landen in het Midden-Oosten zullen mogelijkerwijs hun levensstijl aanpassen aan hun gestegen rijkdom, en natuurlijk kunnen ook de olieprijs dalen. In landen als China zal zich waarschijnlijk een meer efficiënte allocatie van binnenlandse spaartegoeden naar

kredieten voor consumenten en (kleine) bedrijven ontwikkelen. De veranderende demografische structuur van Westerse landen die samenhangt met de veroudering van de bevolking kan ten dele ook de historisch lage rente verklaren. De levenscyclushypothese voorspelt dat landen meer spaartegoeden zullen genereren wanneer zij een groter aandeel mensen hebben die nog werken maar zich voorbereiden op hun pensioen. Landen met een groot aandeel jonge mensen en mensen boven de 65 jaar zullen daarentegen ontsparen. Dit suggereert dat er in veel Westerse landen grote spaartegoeden zijn omdat een groot deel van die bevolking net jonger dan de pensioengerechtigde leeftijd is. Het totale effect van de vergrijzing op het sparen is echter onduidelijk. Ten eerste verschilt het tempo van de vergrijzing van land tot land, zodat het totale effect van dit fenomeen op het mondiale spaarniveau mogelijk klein is. Ten tweede is het empirische bewijs over de geldigheid van de levenscyclushypothese met betrekking tot sparen niet eenduidig. Oudere mensen ontsparen bijvoorbeeld minder dan volgens deze theorie wordt voorspeld, mogelijk omdat zij een erfdeel willen nalaten.

Wanneer we ons concentreren op de Europese rentevoeten, zijn een aantal andere factoren nog van belang. De invoering van de euro heeft in Europa een einde aan de wisselkoerspremies gemaakt. Bovendien is de ECB erin geslaagd om over de afgelopen zeven jaren een sterke reputatie op te bouwen. Dit heeft de inflatierisicopremies verlaagd. De huidige lage (kern-) inflatie voedt de verwachting voor een lagere toekomstige korte rente. Dit heeft volgens de verwachtingstheorie een neerwaarts effect op de huidige lange rente. Tenslotte is de Europese markt voor staatsobligaties ontwikkeld tot een ruime en liquide obligatiemarkt met een overeenkomstige daling in de liquiditeitspremies. Ook dit heeft geleid tot een lagere prijs voor kapitaal.

- 1 Mitchell, K. en Pearce D.K., 2005, Professional Forecasts of Interest Rates and Exchange Rates: Evidence from the Wall Street Journal's Panel of Economists.
- 2 Zie B.S. Bernanke, The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit, April 2005. Dooley M.P., Folkerts-Landau, D., en Garber, P.M., 2005, Savings Gluts and Interest Rates: The Missing Link to Europe, Working Paper 11520, IMF.

Het financieringsbeleid in 2006



19

Het basisrisicobedrag zal in 2006 44 miljard euro bedragen. De uitgften uit het verleden leiden tot een kapitaalmarktaflossing van circa 26 miljard euro voor 2006. Naar verwachting zal het uitstaande volume in de geldmarkt volgend jaar verhoogd worden met 2 à 3 miljard euro. Wanneer we rekening houden met een verwacht kastekort van 8 miljard euro zal het kapitaalmarktberoep in 2006 naar verwachting tussen 28 en 35 miljard euro bedragen. De Nederlandse Staat zal in 2006 leningen uitgeven met looptijden van 3, 10 en 30 jaar. Bovendien zal er in beperkte mate gebruik worden gemaakt van swaps om het basisrisicobedrag te bereiken. De 13 Primary Dealers en de 7 Single Market Specialists zullen met het Agentschap samenwerken om dit risicoprofiel te verwezenlijken. Hun prestaties in de primaire en secundaire markten worden regelmatig geëvalueerd. Na een succesvolle periode als Single Market Specialist is Dresdner Bank geselecteerd tot Primary Dealer voor 2006.

Totale financieringsbehoefte (in miljarden euro's)		
	2005	2006
Opbouw		
Kapitaalmarkt	26,8	25,7
Geldmarkt ultimo voorgaand jaar	17,4	18,1
Tekort (geraamd)	6,0	8,0
Totaal	50,2	51,8
Dekking		
Kapitaalmarkt	32,1	31,5
Geldmarkt	18,1	20,3
Totaal	50,2	51,8

Ramingen gebaseerd op Miljoenennota 2006.

basisrisicobedrag 9% van het BBP

2.1 Risicomanagement

Het risicomanagement van de Nederlandse Staat spitst zich toe op de sturing van het basisrisicobedrag. Dit is het bedrag waarover de rente jaarlijks opnieuw moet worden vastgesteld. Het basisrisicobedrag bestaat uit de aflossingen op de geld- en kapitaalmarkt en uit de renteherziening van de swapportefeuille. Het doel is om dit bedrag constant op 9% van het BBP te houden. Het begrotingstekort wordt niet tot het basisrisicobedrag gerekend.

Sturing op het risicobedrag zorgt ervoor dat de mate waarin een stijging van de rente van invloed is op de begroting beperkt blijft. Door het risicobedrag te koppelen aan het BBP, blijft het begrotingsrisico in verhouding tot het BBP door de jaren heen op een gelijk niveau. Met het oog op het geraamde BBP, zou het basisrisicobedrag in 2006 46 miljard euro en in 2007 48 miljard euro bedragen.

herijking risicomanagement voor 2007 en nadien

Bij de herijking van het risicomanagement voor het jaar 2007 en daarna wordt opnieuw kritisch gekeken naar de doelstellingen voor het risicomanagement. Dit zou kunnen betekenen dat vanaf 2007 de manier van meten van het risico en het aanvaardbare niveau van dit risico op een andere manier wordt ingevuld. Over een mogelijke bijstelling van de doelstelling zal in 2006 duidelijkheid ontstaan. Vooral nog is het financieringsbeleid in 2006 gericht op het realiseren van een basisrisico van 9% in 2007 en de jaren daarna.

basisrisicobedrag voor 2006 wordt 44 miljard euro

Het risicobedrag in een gegeven jaar wordt geleidelijk opgebouwd door kapitaalmarktuitgiftes in de jaren ervoor. Op deze wijze is voor het jaar 2006 een bedrag aan risico ontstaan van circa 26 miljard euro aan kapitaalmarkt aflossingen. Bovendien wordt rekening gehouden in de geldmarkt ultimo 2005 met een financiering van circa 18 miljard euro. De recente inkoop van 2 miljard euro is in deze schatting meegenomen. Daarnaast levert de huidige swapportefeuille in 2006 een aanvullend risicobedrag op van circa 1/2 miljard euro. Dit betekent dat het risicobedrag naar verwachting uitkomt op circa 44 miljard euro, en hiermee dus enigszins achterblijft bij het gewenste niveau van 9% van het BBP van 2006 (46 miljard euro). Dit komt voornamelijk doordat de geldmarkt lager lijkt te gaan uitkomen dan eerder verwacht, omdat zich aan het einde van het jaar meevallers hebben voorgedaan in de tekortontwikkeling. De inkoop van 2 miljard euro heeft deze neerwaartse aanpassing slechts gedeeltelijk teniet gedaan.

Basisrisicobedrag (in miljarden euro's)		
	2005	2006
Aflossingen		
Kapitaalmarkt	24,8	25,7
Geldmarkt ultimo voorgaand jaar	17,4	18,1
Swaps	-0,1	0,3
Totaal	42,1	44,1
BBP	494,9	512,4
Basisrisicobedrag % BBP	9%	9%

onzekere factor is de geldmarkt aan het einde van het jaar

Opgemerkt moet worden dat de geldmarkt altijd een onzekere factor is. Fluctuaties in het tekort in de laatste periode van het jaar, wanneer de kapitaalmarktuitgiftes al achter de rug zijn, leiden direct tot een hogere of lagere stand van de geldmarkt aan het einde van het jaar. Dit betekent dat er enige onzekerheid zal bestaan over de precieze hoogte van het bedrag aan aflossing en herfinanciering op de geldmarkt.

Het effect van onverwachte fluctuaties in de geldmarkt op het basisrisicobedrag kan worden gecorrigeerd door middel van het afsluiten van renteswaps. In de praktijk zal het basisrisicobedrag eerder ongeveer 9% van het BBP bedragen dan dat het exact op dit niveau uitkomt. Fine-tuning via swaps in de laatste weken van het jaar is moeilijk en onnodig.

gebruik van swaps

Swaps spelen wel een rol in het bereiken van het risicobedrag voor latere jaren. Bijvoorbeeld in 2005 werden swaps gebruikt om de nieuwe 30-jarige DSL terug te swappen naar 10 jaar. Dit gebeurde omdat dit vanuit het oogpunt van risico-beheer de optimale strategie was, gezien de doelstelling van minimale kosten tegen aanvaardbaar risico. Swaps kunnen ook in de komende jaren voor deze reden door het Agentschap gebruikt worden.

basisrisicobedrag voor 2007 ongeveer 48 miljard euro

Voor het jaar 2007 wordt vooralsnog uitgegaan van een basisrisico van 48 miljard euro (9% van het verwachte BBP). De kapitaalmarktaflossingen in 2007 zullen circa 27 miljard euro bedragen. Omdat daarnaast wordt gestreefd naar een geldmarkt van circa 20 miljard euro aan het einde van het jaar, is bijsturing van het basisrisico voor het jaar 2007 naar verwachting slechts in beperkte mate noodzakelijk. Aldus zal het netto effect op jaarbasis van swaps op het basisrisicobedrag in 2007 klein moeten zijn.

het Agentschap selectert 13 Primary Dealers...

2.2 Primary Dealers en Single Market Specialists in 2006

Sinds 1999 werkt de Nederlandse Staat met een groep van 13 Primary Dealers ter facilitering van de emissie van DSL's en DTC's. Het Agentschap heeft met deze Primary Dealers (PD's) een lange-termijnrelatie ontwikkeld om de Nederlandse Staat in haar uitgiften te ondersteunen. De Primary Dealers stellen jaarlijks een business plan op. De selectie is geldig voor het volgende kalenderjaar. Het Primary Dealerschap houdt zowel rechten als verplichtingen in.

Primary Dealers voor 2006 in alfabetische volgorde
ABN Amro
Barclays Capital
BNP Paribas
Calyon
Citigroup
CSFB
Deutsche Bank
Dresdner Bank
Fortis Bank
HSBC France
ING Bank
Morgan Stanley
Société Générale

Single Market Specialists voor 2006 in alfabetische volgorde
CDC IXIS CIB
Dexia Bank
Goldman Sachs
JP Morgan Chase
KBC Bank
Rabobank
Royal Bank of Scotland

...die rechten hebben...

De Primary Dealers beschikken over het exclusieve recht om DSL's bij het Agentschap af te nemen. Primary Dealers kunnen swaps afsluiten met de Staat en kunnen gebruik maken van de repo- en strip-faciliteit. Daarnaast ontvangen de Primary Dealers een compensatie, welke afhankelijk is van de afgenomen hoeveelheid DSL's op de primaire markt en van de verhandelde hoeveelheden op het toegewezen elektronische handelsplatform. Deze compensatie bestaat uit deelname aan de niet-competitieve ronde, ofwel het recht om additionele obligaties te kopen tot 3 dagen na de DSL-veiling, en dit tegen de gewogen gemiddelde prijs van deze veiling. Primary Dealers worden automatisch ingeschreven in het DTC-Register (zie verder).

...en verplichtingen

Daartegenover staat dat de Primary Dealers de verplichting hebben om voor de distributie en promotie van de DSL's te zorgen en om een liquide secundaire markt, o.a. middels het quoteren van prijzen op een toegewezen elektronisch handelsplatform, te bevorderen. Op deze manier probeert het Agentschap de markt te voorzien van een transparante middenprijs. Verder dient de Primary Dealer maandelijks over zijn aan- en verkopen op de secundaire markt te rapporteren. Vanaf 1 januari 2006 dienen alle Primary Dealers die aan schuldbeheerders in de eurozone rapporteren van een geharmoniseerde opzet gebruik te maken.

Dresdner Bank geselecteerd tot PD

In bovenstaande tabel wordt de lijst met Primary Dealers voor 2006 weergegeven. Er is één nieuwe bank toegetreden tot het Primary Dealerstelsel: na een succesvolle periode als Single Market Specialist voor DTC's is Dresdner Bank voor 2006 geselecteerd tot Primary Dealer.

JP Morgan Chase geselecteerd tot SMS

Naast de 13 Primary Dealers zijn er 7 banken die het Agentschap ondersteunen als Single Market Specialists (SMS's). Tezamen zijn deze 20 banken actief op de primaire en secundaire markt voor DTC's. Sinds 2001 zijn zij belast met de promotie en distributie van DTC's. Deze 20 banken zijn geregistreerd in het DTC-Register waarin de rechten en plichten zijn vervat. Ook Single Market Specialists moeten hun activiteiten aan de Nederlandse Staat rapporteren. Zoals ook het geval is bij de Primary Dealers, geschiedt vanaf 2006 de rapportage in alle landen van de euro op geharmoniseerde wijze. Een nieuwe lid van de groep van Single Market Specialists is JP Morgan Chase.

Ranglijst vijf grootste Primary Dealers voor DSL's
op basis van afname bij emissies, 2005

Fortis Bank
ABN Amro
Barclays Capital
ING Bank
CSFB

Ranglijst vijf grootste Primary Dealers en Single Market Specialists voor DTC's
op basis van afname bij veilingen van DTC's,
januari-oktober 2005

ABN Amro
Société Générale
BNP Paribas
HSBC CCF
Calyon

het Agentschap hecht veel belang aan transparantie in de primaire markt...

...en in de secundaire markt

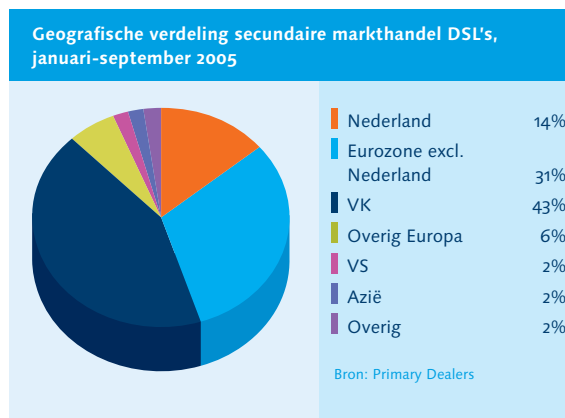
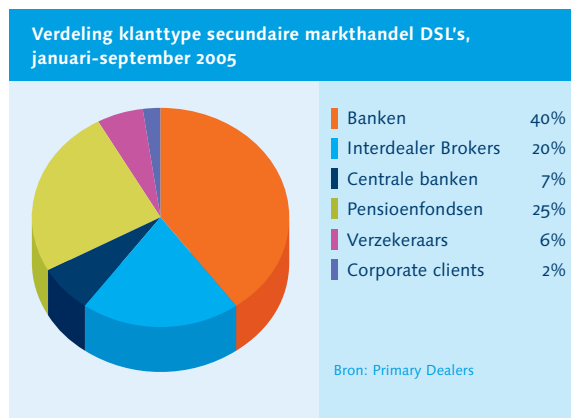
2.3 Ontwikkelingen in primaire en secundaire markten

De Nederlandse Staat verkoopt DSL's aan Primary Dealers via zogenaamde tap-veilingen. Bij nieuwe benchmark-uitgiften worden de staatsleningen rechtstreeks aan de eindbeleggers verkocht via de Dutch Direct Auction (DDA), zie ook box 3. DTC's worden aan zowel Primary Dealers als Single Market Specialists verhandeld via reguliere uniforme-prijsveilingen. Het Agentschap streeft naar een optimale transparantie bij primaire uitgiften. Deze doelstelling wordt verwezenlijkt door de gehanteerde veilingtechnieken, de verspreiding van de veilingresultaten en de publicatie per kwartaal van de uitgiftekalenders. De Nederlandse Staat is ervan overtuigd dat transparantie en continuïteit een gunstig effect op de financieringskosten sorteren.

Het Agentschap evalueert regelmatig de prestaties van de Primary Dealers en van de Single Market Specialists. Deze evaluatie is o.a. gebaseerd op de hoeveelheden DSL's en DTC's die worden aangekocht op de veilingen. De top 5 van meest actieve deelnemers in de primaire markten van DSL's en DTC's worden halfjaarlijks gepubliceerd.

Om lage financieringskosten te realiseren is het van belang dat de secundaire markten goed functioneren. De rol van de Nederlandse Staat op de secundaire markten is echter beperkt. Het Agentschap kan enkel accommoderend zijn, bijvoorbeeld door te bepalen dat het uitstaande volume van nieuwe leningen minimaal 10 miljard euro moet bedragen en door leningen uit te geven met looptijden waar vraag naar is. Primary Dealers hebben de verplichting om de liquiditeit in de secundaire markt te stimuleren en om bied- en laatkoersen te quoteren op het toegewezen elektronische handelsplatform. Zo wordt voorzien in een transparante middenprijs voor eindbeleggers. Het toegewezen handelsplatform is Amsterdam MTS; de middenprijs wordt elke dag om 11.00 uur vastgesteld. Eén van de belangrijkste verantwoordelijkheden van de Nederlandse Staat is om betrouwbare informatie over strategie en financieringsbehoefte te verstrekken en om deze informatie op een eerlijke en transparante manier te geven.

Maandelijks dienen de Primary Dealers en Single Market Specialists aan het Agentschap rapporten te verstrekken waarin de verhandelde volumes van de Nederlandse staatstitels worden weergegeven. Tijdens de eerste negen maan-



grote vraag van pensioenfondsen...

den van 2005 waren de grootste spelers op de secundaire DSL markt banken en pensioenfondsen. Banken handelen veel maar houden ook grote hoeveelheden titels aan voor hun ALM-portefeuilles. De dominante positie van pensioenfondsen in de groep van real money traders is opvallend en is snel gegroeid over de laatste jaren, van 18% in 2003 tot 25% nu. Deze ontwikkeling kan toegeschreven worden aan de toenemende vraag van pensioenfondsen naar lange-termijn vastrentende waarden. De interesse voor de nieuwe lange-termijnguitgifte kan men ook opmaken uit de gegevens die het Agentschap ontvangt van elektronische bank-to-customer (btoc) handelsplatformen. Deze laten relatief hoge handelsvolumes voor de nieuwe 2037 DSL zien. In de secundaire DTC-markt werden gedurende de eerste negen maanden van 2005 de grootste volumes verhandeld door banken, centrale banken en pensioenfondsen. Het aandeel van de pensioenfondsen in de secundaire DTC-markt is zichtbaar kleiner dan in de secundaire DSL-markt. Dit is te verklaren doordat pensioenfondsen zich voornamelijk richten op de lange kant. De handelsvolumes voor DTC's zijn kleiner dan voor DSL's als gevolg van de buy-and-hold aard van korte-termijn vastrentende waarden.

...en van het V.K.

Voor de eerste negen maanden van 2005 is de geografische verdeling op de secundaire DSL-markt bijna identiek aan die op de secundaire DTC markt. Het grootste deel van Nederlandse staatstitels wordt verhandeld in het Verenigd Koninkrijk. Dit is deels het gevolg van het feit dat veel banken vanuit Londen handelen. Andere regio's met een groot transactievolume in Nederlandse titels zijn Nederland zelf en de eurozone in het algemeen. Sinds de invoering van de euro is het aandeel van de handel op de secundaire markt in Nederland geleidelijk teruggelopen. In vergelijking met vorige jaren is de handel in het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten en Azië licht gestegen, voornamelijk voor wat betreft DSL's.

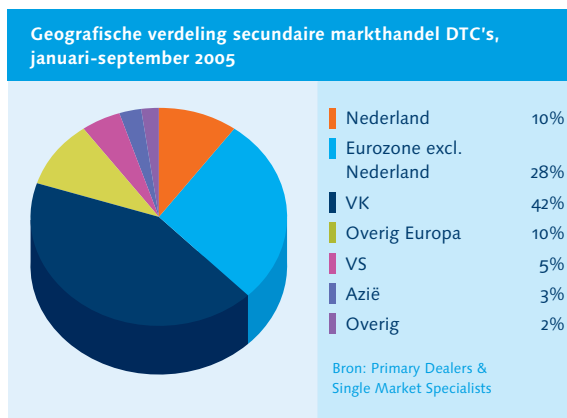
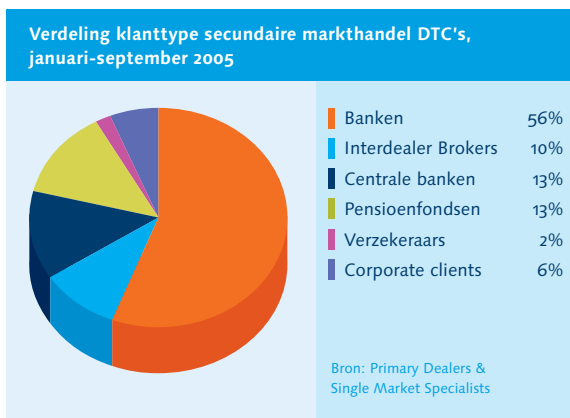
marge voor kapitaalmarkt van 28 tot 35 miljard euro in 2006

2.4 Uitgifte in 2006

De Nederlandse Staat zal in 2006 naar verwachting voor een bedrag van 28 tot 35 miljard euro aan nieuwe kapitaalmarktleningen uitgeven. Deze raming is tot stand gekomen op basis van de aflossingen, het gewenste volume in de geldmarkt en de raming van het tekort voor 2006.

tekort op kasbasis...

Het tekort op kasbasis in 2005 beïnvloedt de totale financieringsbehoefte voor 2006 door zijn effect op het geldmarktvolume ultimo 2005. Het kastekort in 2006 is direct van invloed op de totale financieringsbehoefte voor 2006. Omdat het tekort op kasbasis onzeker is en het volume op de geldmarkt op



...en volume op de geldmarkt bepalen de marge

een redelijk niveau gehouden dient te worden, wordt om het verwachte kapitaalmarktberoep aan te geven een doelmargin in plaats van een puntschatting gehanteerd. Het verwachte herstel van de Nederlandse economie doet vermoeden dat er een kans bestaat op een uitkomst aan de onderkant van de marge.

De kapitaalmarktaflossingen in 2006 bedragen circa 26 miljard euro. Daarnaast wordt voor 2006 een feitelijk tekort op kasbasis verwacht van circa 8 miljard euro. De financieringsbehoefte exclusief de geldmarkt komt daarmee uit op circa 34 miljard euro. De financiering via de geldmarkt zal met 2 à 3 miljard euro worden verhoogd, ten koste van de uitgifte op de kapitaalmarkt. Aldus wordt het geschatte kapitaalmarktberoep op 31 à 32 miljard euro berekend. Dit wordt vertaald naar een doelmargin van 28 tot 35 miljard euro.

uitgifte van nieuwe 3-jarige en 10-jarige DSL's...

Het grootste gedeelte van het kapitaalmarktberoep zal worden gedekt door de uitgifte van twee nieuwe leningen, met een looptijd van 3 jaar en 10 jaar. In beide leningen zal in 2006 door middel van heropeningen een bedrag worden uitgegeven van minimaal 10 miljard euro. Daarnaast zal de Staat, zoals in 2005 is aangegeven, actief blijven in het lange segment. De in 2005 uitgegeven 30-jarige lening wordt in 2006 heropend. Bovendien wordt een nieuwe lening uitgegeven met dezelfde looptijd en dezelfde coupondatum als de in 1993 geïntroduceerde 30-jarige lening. Het belangrijkste verschil tussen de oude en de nieuwe lening betreft de hoogte van de coupon. De nieuwe lening zal een marktconforme coupon krijgen, die naar verwachting aanmerkelijk lager zal liggen dan de coupon van 7,5% van de lening uitgegeven in 1993. Door middel van een stripfaciliteit zullen beleggers in staat worden gesteld om desgewenst de oude 30-jarige lening in te wisselen voor de nieuwe lening. Zowel de nieuwe lening als de stripfaciliteit zullen de liquiditeit in deze looptijd verhogen, met als gevolg een nieuw benchmarkpunt aan het lange einde van de rentecurve (zie ook paragraaf 3.2 over de revival van de 2023).

...en heropening van 30-jarige DSL en revival van de 2023...

...laten ruimte voor bijkomende kapitaalmarktuitgiften

De geplande uitgifte van de twee nieuwe leningen, de heropening van de bestaande 30-jarige lening en de revival van de lening uitgegeven in 1993 maken het mogelijk om de onderkant van de doelmargin ruimschoots te bereiken. Niettemin laten deze plannen ruimte voor bijkomende kapitaalmarktuitgiften. Additionele uitgiften zullen aangekondigd worden via persberichten.

Uitgiftekalender DSL's voor 2006				
Maand van uitgifte	Aankondiging (woensdag)	Uitgifte (2 ^e dinsdag)	Storting (vrijdag)	DSL
Januari	4	10	13	3-jarige
Februari	8	14	17	2023
Maart	8	14	17	3-jarige
April	5	11	14	
Mei	3	9	12	
Juni	7	13	16	
Juli	5	11	14	
Augustus	geen uitgifte			
September	6	12	15	
Oktober	4	10	13	
November	8	14	17	
December	6	12	15	

December is een reservedatum.

In maart of april zal een 10-jarige lening worden uitgegeven via een DDA.

Uitgiftekalender DTC's voor 2006					
Uitgifte (1 ^e & 3 ^e maandag)	Storting (woensdag)	DTC 3-maands	DTC 6-maands	DTC 9-maands	DTC 12-maands
03-01-06	05-01-06	31-03-06	30-06-06		15-12-06
16-01-06	18-01-06	28-04-06			15-12-06
06-02-06	08-02-06	28-04-06	31-07-06		
20-02-06	22-02-06	31-05-06		29-09-06	
06-03-06	08-03-06	31-05-06	31-08-06		
20-03-06	22-03-06	30-06-06		15-12-06	
03-04-06	05-04-06	30-06-06	29-09-06		30-03-07
18-04-06	20-04-06	31-07-06			30-03-07
02-05-06	04-05-06	31-07-06	31-10-06		
15-05-06	17-05-06	31-08-06		15-12-06	
05-06-06	07-06-06	31-08-06	30-11-06		
19-06-06	21-06-06	29-09-06		30-03-07	
03-07-06	05-07-06	29-09-06	15-12-06		29-06-07
17-07-06	19-07-06	31-10-06			29-06-07
07-08-06	09-08-06	31-10-06	31-01-07		
21-08-06	23-08-06	30-11-06		30-03-07	
04-09-06	06-09-06	30-11-06	28-02-07		
18-09-06	20-09-06	15-12-06		29-06-07	
02-10-06	04-10-06	15-12-06	30-03-07		28-09-07
16-10-06	18-10-06	31-01-07			28-09-07
06-11-06	08-11-06	31-01-07	30-04-07		
20-11-06	22-11-06	28-02-07		29-06-07	
04-12-06	06-12-06	28-02-07	31-05-07		
18-12-06	20-12-06	30-03-07		28-09-07	

Groene vlakken: omwille van (nationale) vakantiedagen vindt de uitgifte plaats op dinsdag en gebeurt de storting op donderdag.
Vet gedrukt: nieuwe programma's.

Box 3 Dutch Direct Auction

De Dutch Direct Auction (DDA) is een uitgiftetechniek die werd ontwikkeld door het Agentschap in nauwe samenwerking met de Primary Dealers. De DDA werd voor het eerst gebruikt in 2003 bij de uitgifte van een nieuwe 5-jarige benchmark. De belangrijkste doelstelling bij de DDA is de eindbelegger bij de primaire markt te betrekken. Om dit doel te bereiken wordt het beste van twee werelden gecombineerd. Door een beroep te doen op de distributiekwaliteiten van de Primary Dealers wordt de beleggersgemeenschap direct bereikt voor en tijdens de veiling (een kenmerk van syndicaten). Door de toewijzing aan een uniforme prijs, welke karakteristiek is voor de zogenaamde 'Dutch Auctions', wordt het fenomeen van de 'winner's curse' vermeden. Bovendien wordt er bij 'real money'-beleggers geen onderscheid gemaakt naar land of investeerderscategorie, zodat een eerlijke concurrentie wordt gewaarborgd.

Eén van de voordelen van de DDA is de mogelijkheid om een groot volume in één keer te plaatsen, zodat de liquiditeit op de secundaire markt direct gewaarborgd is. Dit bleek erg waardevol toen de nieuwe 30-jarige benchmark in april 2005 werd uitgegeven. Omdat de Nederlandse Staat gedurende 7 jaar afwezig was geweest in het ultralange segment, had een beperkte uitgifte de liquiditeit en prijsvorming in het lange end kunnen belemmeren. Uiteindelijk haalde het Agentschap in slechts enkele uren meer dan 5 miljard euro op. De veiling begon op 19 april om 10.00 uur. Op dat moment konden beleggers hun biedingen inbrengen via de Primary Dealer van hun keuze. In de DDA kunnen de Primary Dealers enkel de biedingen zien die zij in naam van hun cliënten hebben ingevoerd. Dit betekent dat alleen het Agentschap volledige inzage in het orderboek heeft. Tijdens de veiling werden een groot aantal inschrijvingen door meer dan 200 beleggers ingebracht. Tegen de middag bedroegen de inschrijvingen 17 miljard euro en besloot het Agentschap om het boek te sluiten. Van het totale bedrag werd 80% aan 'real money'-beleggers toegewezen. Deze 'real money'-beleggers zijn pensioenfondsen, verzekeraars, asset managers en centrale banken. 'Real money'-beleggers krijgen voorrang in de toewijzing tegenover de 'trading accounts'. Desalniettemin behoudt het Agentschap zich het recht voor om maximaal 20% aan 'trading accounts' toe te wijzen, dit om de liquiditeit in de secundaire markt te waarborgen.

Box 3 Dutch Direct Auction (vervolg)

In verband met het potentiële markteffect van een dergelijk groot aanbod van de 30-jarige DSL, besloot het Agentschap, in overleg met de Primary Dealers, een zogenaamde ruilfaciliteit aan te bieden. Deze faciliteit bood beleggers de mogelijkheid om andere overheidsleningen met een vergelijkbare looptijd te ruilen met de nieuwe 30-jarige DSL. Indien deze faciliteit niet voorhanden zou zijn, zou dit kunnen leiden tot onregelmatigheden op de obligatiemarkt, omdat sommige beleggers andere obligaties zouden verkopen om de nieuwe DSL te hedgen of te financieren. Het aanbieden van de mogelijkheid om dergelijke obligaties rechtstreeks te ruilen voor de nieuwe DSL vermijdt prijsvolatiliteit. De uiteindelijke prijsveranderingen tijdens de veiling waren klein, wat het nut van de geboden faciliteit onderstreept.

De tweede en laatste DDA van 2005 vond plaats in de maand juni. Toen werd de nieuwe 10-jarige benchmark uitgegeven. Opnieuw werd het orderboek snel gevuld. Het Agentschap had deze keer de mogelijkheid om biedingen sneller te beperken dan in voorgaande veilingen. Bedoeling hiervan was om het proces soepel te laten verlopen en om zoveel mogelijk beleggers te honoreren. Uiteindelijk werd de cut-off-prijs de ondergrens van de initiële 'spread guidance'. Het Agentschap maakte gebruik van haar recht om de toewijzing aan 'trading accounts' te verhogen, dit om de liquiditeit in de secundaire markt te waarborgen. 'Real money'-beleggers ontvingen nog 86% van de totale toewijzing.

Gedurende de laatste drie jaren is de DDA vijf keer gebruikt. De veiling functioneert naar tevredenheid van zowel het Agentschap als de beleggersgemeenschap. In de loop der jaren werden de regels licht aangepast aan het gewijzigde gedrag van de deelnemers. Aanpassingen vonden ook plaats om de doelstelling van betrokkenheid van de eindbelegger te blijven waarmaken. Het Agentschap zal blijven streven naar verdere verbeteringen in haar veilingmethoden.

Onderzoek en nieuwe ontwikkelingen



29

In 2006 zal een herijking van het risicomanagement plaatsvinden om een kader voor de periode 2007-2010 te ontwikkelen. Daartoe zullen de doelstellingen die centraal staan in het schuldbeheer, de maatstaven om risico en kosten te bepalen, alsook de relevante externe factoren en scenario's grondig worden onderzocht. In het kader van deze herijking zal gekeken worden naar de mogelijkheid om een kapitaalmarkt-benchmark te ontwikkelen. Een herschikking van de organisatorische opstelling van het Agentschap zal een optimale flexibiliteit van de organisatie waarborgen. Ook het nieuwe IT-systeem zal hierdoor op de best mogelijke manier worden benut. De recente overname van MTS door Euronext en Borsa Italiana zou de organisatie van de lokale markten kunnen veranderen maar zal naar verwachting weinig invloed hebben op de dagelijkse activiteiten van de eindgebruiker van het elektronische handelsplatform AMS. Het Agentschap kijkt momenteel naar de mogelijke voordelen van de uitgifte van European Commercial Paper en tri-party repo's. Na grondig onderzoek heeft het Agentschap besloten dat indexleningen momenteel geen aantrekkelijk financieringsinstrument voor de Nederlandse Staat vormen. In 2006 zal het Agentschap de 30-jarige lening die in 2005 werd geïntroduceerd heropenen. Nog belangrijker echter is de revival van de 30-jarige lening uitgegeven in 1993 in combinatie met een strip- en destrip-faciliteit.

doelstelling van financiering tegen zo laag mogelijke kosten onder een aanvaardbaar risiconiveau

implementatie van activa/passiva benadering blijft lastig

herijking van kader voor risicomanagement voor 2007-2010

concept van basisrisicobedrag voor 2003-2006

3.1 Risicomanagement na 2006

De belangrijkste doelstelling voor de meeste Europese en andere staatsschuldbeheerders is het uitgeven van leningen tegen zo laag mogelijke kosten onder een aanvaardbaar risiconiveau. Risico wordt meestal gedefinieerd als fluctuaties in de rente-uitgaven. Om het risico voor de begroting te beperken zouden de staatsschuldbeheerders vooral aan de lange kant van de curve moeten uitgeven. Gegeven dat de rentecurve doorgaans stijgend is, strookt deze strategie niet met het streven naar zo laag mogelijke kosten. Immers, uitgifte aan het korte einde is goedkoper. Er is inmiddels een heel spectrum aan benaderingen om beide doelen te verenigen. Voorbeelden hiervan zijn de cost-at-risk analyse en de activa/passiva benadering. Naast de primaire doelstelling worden ook andere overwegingen meegenomen, zoals de verbreding van de groep van beleggers en het stimuleren van liquiditeit.

De laatste jaren is er veel aandacht besteed aan de activa/passiva benadering. De onderliggende gedachte is dat (financiële) instellingen grote fluctuaties in hun winsten en verliezen kunnen vermijden door activa en passiva in de balans op elkaar af te stemmen. Vanuit het oogpunt van de overheid is de activa/passiva benadering aantrekkelijk omdat deze het effect van tijdelijke schokken op de begroting kan matigen. Dat vermindert op zijn beurt de onzekerheid voor de burger met betrekking tot het inkomen en het vermogen dat hij overhoudt na belasting, wat tot meer efficiënte beslissingen leidt. Onderzoek naar de activa/passiva benadering voor de overheid concentreert zich op drie gebieden, namelijk het kijken naar de schuldportefeuille als een hedge (i) voor de economie als geheel, (ii) voor de begroting, of (iii) louter voor de financiële activa en de passiva. Onderzoek heeft in alle drie domeinen waardevolle inzichten opgeleverd maar concrete implementatie van de activa/passiva benadering voor de overheid blijft lastig. Het is waarschijnlijk tegen deze achtergrond dat het IMF en de Wereldbank hebben geconcludeerd dat 'de belangrijkste doelstelling van schuldbeheer is ervoor te zorgen dat aan de financieringsbehoefte van de overheid wordt voldaan tegen zo laag mogelijke kosten over de middellange termijn en onder aanvaardbaar risico.'

In overeenstemming met de gebruikelijke doelstellingen van schuldbeheer, is het beleid van de Nederlandse Staat erop gericht om de staatsschuld met de laagst mogelijke kosten bij een aanvaardbaar risiconiveau te financieren. Om het juiste evenwicht tussen risico en kosten te bereiken, werd in 2002 een kader voor risicomanagement voor de periode 2003-2006 vastgesteld. In het jaar 2006 vindt een evaluatie en een uitgebreide analyse van het risicomanagement plaats, met als doel om het kader voor de jaren 2007 en later vast te stellen.

De huidige maatstaf die wordt gehanteerd om het renterisico in te schatten dat aan de financieringsbehoefte van de Staat is gekoppeld, is het basisrisicobedrag. Dit is het bedrag waarover de rente jaarlijks opnieuw moet worden vastgesteld. Het wordt uitgedrukt als percentage van het BBP. Op basis van een aantal scenario's die het verband tussen kosten en risico inzichtelijk maken, is gekozen voor een doelstelling voor het risicobedrag van 9% van het BBP.

Een duidelijk voordeel van de gehanteerde risicomatstaf is dat het leidt tot een begrotingsrisico dat in reële termen door de jaren heen constant blijft. Als de staatsschuld als percentage van het BBP toe- of afneemt, wordt het schuldprofiel hieraan aangepast zodat het risico constant blijft. Wanneer het uitgiftebeleid dit toelaat, gebeurt deze aanpassing door verandering van het

volume en de samenstelling van de leningenportefeuille. Ook kunnen swaps gebruikt worden om het basisrisico bij te stellen. De toepassing van dit kader tezamen met de toename van zowel het absolute als het relatieve schuldniveau in recente jaren, heeft geleid tot een verlenging van de gemiddelde looptijd van de staatsschuld. De hernieuwde activiteit in het ultralange segment in 2005 past dan ook goed in de verlenging van de portefeuille.

Ook bij een goed functionerend kader is het nuttig om regelmatig de uitgangspunten van het risicomangement onder de loep te nemen. Dit is vooral belangrijk omdat de externe omgeving aan veranderingen onderhevig is. Dit is de reden dat een nieuw kader gewoonlijk voor een periode van vier jaar wordt vastgesteld, waarna een herijking plaatsvindt. Bij de herijking zullen de doelstellingen die de basis vormen voor het schuldbeheer grondig worden bekeken. Ook zal worden onderzocht of het wenselijk is om aanpassingen door te voeren in de maatstaven die worden gehanteerd voor het meten van risico en kosten. Tevens zal bij de herijking worden gekeken naar ontwikkelingen in een aantal externe factoren die mogelijk van invloed zijn op het risicomangement. Hierbij kan worden gedacht aan ontwikkelingen in het renteklimaat, voor zover deze een structureel karakter hebben. Ook zal scenario-analyse een essentieel onderdeel uitmaken van de herijking. Ten slotte zal naar prestatiemeting of benchmarking worden gekeken aangezien het een belangrijk element vormt in een verdere verbetering van het beleid voor schuldbeheer. In 2002 voerde het Agentschap reeds een benchmark voor de geldmarkt in. Bij de aankomende herijking zal worden bezien of het mogelijk is om ook een benchmark voor de kapitaalmarkt in het uitgiftebeleid op te nemen.

3.2 Nieuwe financieringsinstrumenten

Revival van de 2023

In overeenstemming met de continuïteitsdoelstelling, zal het Agentschap in de komende jaren in het lange segment actief blijven. Het Agentschap streeft er immers naar een liquide curve over het volledige spectrum te ontwikkelen. Het Agentschap heeft voor 2006 zowel de heropening van de 30-jarige lening die werd geïntroduceerd in 2005 gepland, als een verbetering van de liquiditeit van de 30-jarige lening die in 2023 afloopt. Dit laatste zal worden bereikt door de uitgifte van een nieuwe lening in combinatie met een strip- en destrip-faciliteit.

De nieuwe uitgifte en de strip- en destrip-faciliteit hebben een aantal belangrijke kenmerken. Ten eerste zal een nieuwe lening worden uitgegeven die dezelfde modaliteiten heeft als de originele 30-jarige lening die in 1993 werd geïntroduceerd en die afloopt in 2023. Het enige verschil is de couponwaarde. De oude 2023-lening heeft een coupon van 7,5%. De nieuwe 2023-lening zal een lagere coupon krijgen, conform de huidige marktvoorwaarden. Tezamen met deze nieuwe lening zal er een strip- en destrip-faciliteit ter beschikking worden gesteld. Deze faciliteit maakt het voor beleggers mogelijk om de nieuwe 2023-lening uit de oude 7,5% 2023-lening samen te stellen.

Beleggers die de strip-faciliteit gebruiken, zullen met een reeks van coupon strips (I/O's) blijven zitten. Dit is het gevolg van het verschil tussen de coupon van de originele 2023-lening en de coupon van de nieuwe 2023-lening. Om dit probleem op te lossen zal de Nederlandse Staat ook zero-coupon leningen (P/O's) die in 2023 aflopen, uitgeven. Beleggers kunnen dan hun overtollige

verscheidene elementen zullen worden meegenomen in de herijking

heropening van de 30-jarige lening en de revival van de 2023-lening

strip- en destrip-faciliteit

het Agentschap onderzoekt ECP...

...voor een meer efficiënt beheer van de korte-termijn-liquiditeit

om kredietrisico verder te beperken...

...onderzoekt het Agentschap de ervaringen met tri-party repo's

coupon strips aan de zero-coupon leningen verbinden en aldus een nieuwe lening creëren. Naast de uitgifte van P/O's houdt het Agentschap de mogelijkheid open om overtollige I/O's in te kopen.

De uitgifte van de P/O's en de mogelijkheid om I/O's terug te kopen, leidt tot een arbitrage relatie tussen de nieuwe en de originele lening. Deze arbitrage relatie zorgt voor liquiditeit en voorkomt negatieve prijseffecten voor de coupon strips en daarmee voor de originele 2023. De verbeterde liquiditeit zal naar verwachting een nieuw benchmarkpunt op de lange kant van de Nederlandse curve opleveren. Of het aantrekkelijk is deze strategie in de toekomst te herhalen, hangt onder meer af van de interesse van de belegger voor de nieuwe uitgifte van de 2023-lening. Als de strategie succesvol is, zou de Nederlandse Staat na 2006 een soortgelijke strategie kunnen toepassen om de liquiditeit in de 2028-lening, die werd geïntroduceerd in 1998, te vergroten.

European Commercial Paper

Momenteel onderzoekt het Agentschap de kostenbesparing die eventueel zou kunnen worden gerealiseerd door de uitgifte van European Commercial Papers (ECP's) met looptijden tot 3 maanden. Een ECP is een korte-termijn-waardepapier met gestandaardiseerde gegevens. ECP's worden uitgegeven in een programma. In het algemeen hebben ECP's looptijden van 1 dag tot 2 jaar. Uitgifte in verschillende valuta is mogelijk.

De belangrijkste doelstelling van het programma is een meer efficiënt beheer van korte-termijnliquiditeit. Omdat de markt voor ECP de laatste jaren tot een volwaardige markt is ontwikkeld, gaat het Agentschap ervan uit dat het zijn bereik van beleggers kan uitbreiden door op reguliere basis ECP's uit te geven. Het programma zou worden toegevoegd aan het huidige DTC-programma. Daarom gaat de aandacht voor een ECP programma uit naar de zeer korte termijn. Voordeel van ECP voor de beleggers is dat zij kunnen beschikken over een op maat gesneden transparant product met de hoogst mogelijke kredietwaardigheid. De transparantie wordt gegarandeerd door de gestandaardiseerde gegevens. De mogelijkheden voor verschillende looptijden en valuta geven flexibiliteit. Ervaringen van andere landen tonen aan dat beleggers de gunstige eigenschappen van ECP's in de rente van de ECP's meenemen. Dit kan het Agentschap de mogelijkheid bieden de efficiëntie in zijn kasbeheer te verbeteren.

Tri-party repo's

Met het oog op een verdere beperking van de blootstelling aan kredietrisico in geldmarkttransacties, onderzoekt het Agentschap thans de mogelijkheid om het tri-party repo instrument te gaan gebruiken. Een traditionele repo is een transactie waarbij de geldgever geld leent tegen een vooraf afgesproken rente en looptijd, en waarbij de geldnemer effecten als onderpand verstrekt. Daardoor is de transactie gedekt. De derde partij wordt ingeschakeld voor het beheer van het onderpand. De derde partij is doorgaans een clearing en settlement instelling.

Het Agentschap streeft naar een negatieve kaspositie maar door grote kasstromen gedurende het hele jaar, kunnen korte-termijnoverschotten niet altijd worden vermeden. Het Agentschap zou met deze korte-termijnoverschotten kunnen optreden als geldgever in tri-party repo's. Om een volledig overzicht van de kosten en baten van dit instrument te krijgen, peilt het

Agentschap momenteel de ervaringen bij geldgevers, geldnemers en instellingen die als derde partij optreden. In het bijzonder is de ervaring van geldgevers, met name van andere schuldbeheerders, belangrijk. Ook de eventuele vraag van geldnemers wordt nader bestudeerd. Tot slot maken ook de geboden diensten van de derde partij als beheerder van het onderpand deel uit van het onderzoek.

Indexleningen

Het Agentschap heeft het financieringsinstrument indexleningen uitgebreid onderzocht. Een aantal landen heeft indexleningen uitgegeven. Er werd onder meer tot uitgifte overgegaan omwille van de toegenomen vraag naar reële activa of omdat de uitgifte paste binnen de portfolio overwegingen van de schuldbeheerder. Sommige landen hebben indexleningen gebruikt om hun inflatiebestrijdingbeleid kracht bij te zetten. Of de uitgifte van indexleningen aantrekkelijk is, hangt samen met vele factoren en is uiteindelijk voor ieder land specifiek.

De Nederlandse Staat heeft vanuit verschillende invalshoeken naar indexleningen gekeken. De focus lag op de beantwoording van drie vragen. Deze betreffen het risico van indexleningen voor de begroting, de kosteneffectiviteit van indexleningen en de (toekomstige) vraag naar indexleningen vanuit de pensioenfondsen.

De uitgifte van indexleningen zorgt ervoor dat de rentelasten in de begroting nadrukkelijker gaan meebewegen met de inflatie. In principe past gevoeligheid van rentelasten voor inflatie goed in de Nederlandse begrotingssystematiek. Onderdeel van deze systematiek is immers een uitgavenkader dat jaarlijks op basis van inflatieverwachtingen nominaal gemaakt wordt. Echter, rentebetalingen bewegen al meer dan proportioneel met de inflatie, omdat het initiële effect van de inflatie op de rentelasten wordt bepaald door de hoeveelheid schuld die jaarlijks opnieuw wordt gefinancierd. Het opnieuw te financieren bedrag is in omvang veel groter dan de rentelasten in de begroting. Indien de financieringsbehoefte bijvoorbeeld 50 miljard euro is en de rentebetalingen in de begroting bedragen 10 miljard euro, zal een inflatiestijging van 1 procentpunt de rentebetalingen niet met 1% maar met 5% verhogen. Vanuit deze invalshoek is de uitgifte van indexleningen dus nodig noch wenselijk.

In het algemeen zou de uitgifte van indexleningen aantrekkelijk kunnen zijn omdat deze leningen een hedge bieden tegen het inflatierisico waaraan de begroting, dus ontvangsten zowel als uitgaven, is blootgesteld. Dit zou het geval zijn als de begroting, bij afwezigheid van indexleningen, positief gecorreleerd is met de inflatie. Overeenkomstig met wat men intuïtief zou verwachten, wordt in de data-analyse gemiddeld genomen een positieve relatie tussen de begroting en de inflatie gesuggereerd. De correlatie is echter niet robuust en op korte termijn bovendien onzeker. Uitgifte van indexleningen brengt daarom het risico met zich mee dat het effect van de inflatie op de begroting wordt versterkt in plaats van geneutraliseerd.

Gegeven het risico dat indexleningen met zich meebrengen voor de begroting, is de vraag of indexleningen wel of niet aantrekkelijk zijn afhankelijk van de relatieve prestatie van indexleningen op gebied van kosten en risico. In een kader voor risicomanagement heeft een financieringsinstrument (of een portfolio van instrumenten) de voorkeur boven een ander instrument wanneer dit

het Agentschap heeft indexleningen onderzocht...

...met betrekking tot het risico voor de begroting...

...de kosteneffectiviteit...

hetzelfde risico kent maar lagere kosten geeft. Omgekeerd geniet ook een financieringsinstrument dat even duur is maar minder risicovol is de voorkeur. Vanuit dit oogpunt heeft het Agentschap geconcludeerd dat de uitgifte van indexleningen momenteel geen aantrekkelijke keuze is. Om de doelstelling van de Staat -financieren tegen zo laag mogelijke kosten onder een aanvaardbaar risiconiveau- te bereiken, zijn combinaties van de huidige financieringsinstrumenten superieur. Deze conclusie is natuurlijk afhankelijk van marktontwikkelingen en kan wijzigen als de afruil tussen risico en kosten verbetert.

...en de vraag van pensioenfondsen

Tot slot is aandacht besteed aan de (toekomstige) vraag naar indexleningen vanuit de pensioenfondsen. Mogelijk is dat de internationale regelgeving gericht op marktwaardering van de balanspositie de pensioenfondsen ertoe aanzet de looptijd van hun passiva te verlengen. Lange-termijnindexleningen zouden hiertoe een geëigend instrument kunnen zijn. Momenteel komt de interesse voor indexleningen vooral voort uit de diversificatiemogelijkheden voor het portfolio die indexleningen bieden.

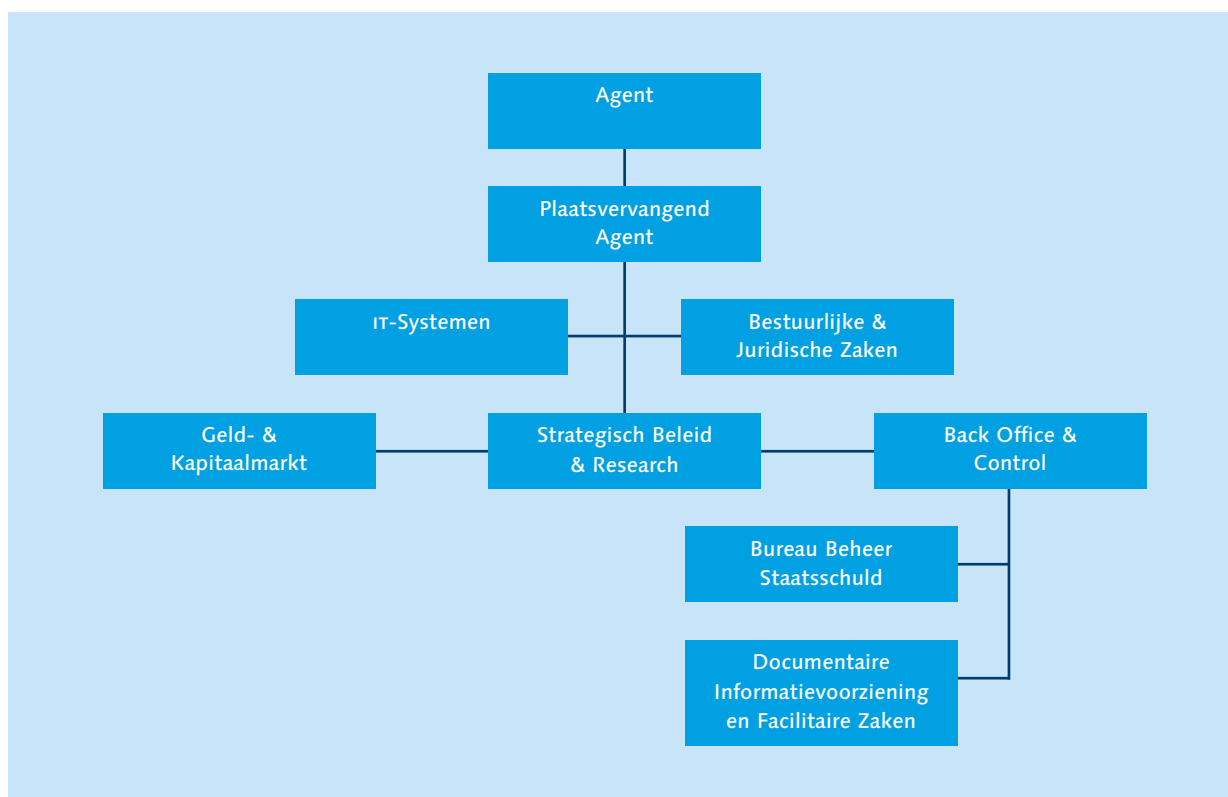
nieuwe impuls voor de IT**3.3 Organisatie van het Agentschap**

Sinds de invoering van de euro in 1999 is de omgeving waarin het Agentschap werkt aanzienlijk veranderd. De concurrentie tussen schuldbeheerders in de eurozone is veel groter geworden. Wanneer een organisatie bij de top wil blijven horen, vereisen snelle ontwikkelingen in producten en uitgiftemethoden een voortdurende aanpassing van beleid en uitvoering. Tegelijkertijd zijn de eisen op het gebied van efficiëntie, transparantie en verantwoording groot. Een flexibele en dynamische organisatie is nodig voor een optimaal functioneren in deze veranderende en veeleisende omgeving. Om hieraan tegemoet te komen was een nieuwe impuls voor de IT van het Agentschap noodzakelijk. Straight Through Processing (STP) voor de front, middle en back office werd als uitgangspunt gesteld. Op 1 juli 2005 werd het geïntegreerde systeem volledig operationeel.

andere organisatorische opstelling

Deze ontwikkelingen, inclusief de invoering van het nieuwe IT-systeem, beïnvloeden de operationele processen en de samenwerking tussen de afdelingen van het Agentschap. Daarom werd een andere organisatorische opstelling ontwikkeld. Het bureau Financieel-Economische Zaken (FEZ) zal worden geïntegreerd in het Bureau Beheer Staatsschuld (BBS). Enkele taken die momenteel door de front office (Geld- & Kapitaalmarkt) worden uitgevoerd, zullen worden overgeheveld naar het BBS. Binnen deze nieuwe opstelling zal extra aandacht worden besteed aan risicobeheer. Het aantal werknemers zal gedurende de volgende twee jaar met circa 10% worden teruggebracht. De nieuwe structuur zal vanaf 1 januari 2006 volledig in werking treden.

Het nieuwe organigram ziet eruit als volgt:



quotering- en veilingsplatform

3.4 Overname van MTS S.p.A.

Amsterdam MTS Systeem (AMS) is een elektronisch platform voor de professionele handel in Nederlandse staatsleningen en schatkistpapier. Ter bevordering van de transparantie moeten Primary Dealers en Single Market Specialists gedurende een tijdspanne van minimaal 5 uur per dag bied- en laatprijzen afgeven voor DSL's (enkel Primary Dealers) en DTC's (Primary Dealers en Single Market Specialists). Deze prijzen worden dagelijks vastgesteld en gepubliceerd in de financiële pers. AMS voorziet ook in de tap-functie voor DSL's.

MTS s.p.a. (MTS) werd in 1988 opgericht om de transparantie en liquiditeit in de handel van Italiaanse staatsobligaties te verbeteren. In 1997 werd MTS geprivatiseerd en werd het concept geleidelijk geëxporteerd naar landen van de eurozone inclusief Nederland. MTS heeft een aandeel in diverse lokale MTS-organisaties en is 100%-aandeelhouder van EuroMTS. AMS is eigendom van MTS (30%), de Nederlandse Staat (5%) en zijn 13 Primary Dealers (ieder 5%).

overname zal gevolgen hebben voor de organisatie maar niet voor de eindgebruikers

Op 1 juli 2005 heeft een meerderheid van de aandeelhouders van MTS het gezamenlijke bod, dat een controlerend belang inhoudt, van Euronext en Borsa Italiana geaccepteerd. Deze laatste nemen via een speciaal hiertoe opgerichte joint venture een gezamenlijk belang van minimaal 51% in MTS door in te schrijven op een kapitaalverhoging. Door deze overname willen ze een actievere rol gaan spelen op de markt van vastrentende waarden. Als gevolg van deze overname krijgen ze eveneens een indirect belang in AMS. De eigendomswisseling zou de organisatie van de lokale markten kunnen veranderen maar naar verwachting zijn er weinig gevolgen voor de dagelijkse activiteiten van de eindgebruiker van het elektronische handelsplatform AMS.

Bijlagen



1 Verschillende schuldbegrippen

Het Agentschap geeft leningen uit met korte en lange looptijd.

- *Dutch Treasury Certificates (DTC's)*

De DTC's worden uitgegeven met looptijden van 3, 6, 9 en 12 maanden.

Dit schatkistpapier wordt elke eerste en derde maandag van de maand geveild.

- *Dutch State Loans (DSL's)*

De DSL's worden momenteel uitgegeven met looptijden van 3, 10 en 30 jaar. In 2005 veilde de Nederlandse Staat een 30-jarige lening. Ook in 1993 en 1998 werden 30-jarige DSL's uitgegeven.

DSL's worden elke tweede dinsdag van de maand geveild. Daarnaast vinden enkele keren per jaar emissies via de Dutch Direct Auction (DDA) plaats.

2 Kenmerken van de Nederlandse staatsschuld

De Nederlandse staatsschuld bestaat voor ruim 90% uit DSL's.

Uit bijgaande tabel blijkt dat de gemiddelde resterende looptijd van de DSL-portefeuille in 2005 is toegenomen, dit door de uitgifte van de 30-jarige DSL. Over de jaren heen is de gemiddelde resterende looptijd afgenomen. Dit is voor een groot deel het gevolg van de kortere financiering van de staatsschuld. De gemiddelde coupon is de laatste jaren ook aanzienlijk gedaald. Dit kan deels verklaard worden door de kortere financiering, maar is vooral een gevolg van de neerwaartse tendens van de rente tijdens de afgelopen jaren.

3 Uitgiftetechnieken

De uitgifte van DSL's en DTC's vindt geheel elektronisch plaats. Elektronische emissie vergroot de efficiëntie en transparantie van de primaire markt. De uitgiftetechniek van DSL's en DTC's is echter verschillend.

- *DSL's*

DSL's worden uitgegeven via de toonbanktechniek (ook wel tap auction genaamd) of via de Dutch Direct Auction (DDA).

Bij een toonbankemissie wordt de lening vanaf 10 uur plaatselijke tijd opengesteld. Op het elektronische handelsplatform van MTS Amsterdam maakt het Agentschap bekend tegen welke koers de staatsobligatie kan worden afgenomen. Afhankelijk van de geboden volumes tegen de dan geldende koers, kan het Agentschap de prijs aanpassen of de veiling sluiten. Het minimale afnamebedrag voor Primary Dealers is 25 miljoen euro. Daarboven luiden de bedragen in veelvoud van 5 miljoen euro.

In 2003 introduceerde het Agentschap een nieuwe veilingstechniek, de zogenaamde Dutch Direct Auction of DDA. De DDA kent een uniforme prijs, zodat het verschijnsel van de 'winner's curse' zich niet voordoet. Dit verschijnsel vindt plaats bij veilingen waar de bidders de prijs betalen die ze hebben geboden. Dit leidt tot ontevredenheid omdat de ene bidder een hogere prijs dan de andere gehonoreerde bidder moet betalen. Ander verschil tussen de toonbankuitgifte en de DDA is dat met de DDA het Agentschap ernaar streeft om de lening direct bij eindbeleggers te plaatsen. Het Agentschap bevoordeelt de eindbeleggers of de zogenaamde 'real money accounts'. Dit betekent dat op de 'cut-off rate' de 'real money accounts' voorrang krijgen boven zogenaamde 'trading accounts' zoals banken en hedge funds. Om liquiditeit in de secundaire markt te waarborgen, behoudt het Agentschap zich het recht voor om 20% van de uitgifte toe te wijzen aan 'trading accounts'.

Bij een DDA-veiling kunnen beleggers vanaf 10 uur biedingen inleggen. Het Agentschap maakt vooraf de initiële 'spread guidance' bekend. De Primary Dealers kunnen op de dag van uitgifte doorlopend inschrijven waarbij het Agentschap de 'spread guidance' kan aanpassen tot 15 uur. Op dit moment wordt de definitieve 'spread guidance' vastgesteld. De veiling

Enkele kerncijfers van de gevestigde schuld

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	31-10-2005
Gemiddelde resterende looptijd	6,9	6,3	6,2	6,1	6,0	5,6	6,2
Gemiddelde coupon	7,6	6,1	5,7	5,7	5,2	4,8	4,4

sluit uiterlijk om 17 uur. Het Agentschap kan besluiten om het orderboek eerder te sluiten indien nodig. Primary Dealers kunnen inschrijven tegen de gequoteerde prijs met een minimum bedrag van 1.000 euro. Het Agentschap behoudt zich het recht voor om biedingen te limiteren indien er sprake is van majoreren.

- *DTC's*

Het schatkistpapier wordt uitgegeven via een uniforme prijstender (ook 'Dutch auctions' genoemd) met behulp van het Bloomberg Auction System (BAS). Primary Dealers en Single Market Specialists kunnen hun biedingen, rente en volume, in het systeem invoeren tot een vooraf bepaald tijdstip. Hierna wordt bepaald welke volumes met welke rendementen worden toegewezen. De biedingen worden, te beginnen met het laagste rendement (de hoogste prijs), door de Staat geaccepteerd tot het gewenste volume is bereikt. Alle bieders met een geaccepteerd bod worden afgerekend tegen dezelfde toewijzingsprijs. Om te voorkomen dat het gewenste volume van de emissie wordt overschreden, kunnen de biedingen bij het hoogste geaccepteerde rendement slechts gedeeltelijk worden toegewezen. Wederom wordt het verschijnsel van de 'winner's curse' vermeden.

Om een evenwichtige marktwerking te bevorderen, heeft het Agentschap tevens de mogelijkheid de toewijzing per deelnemer te beperken tot 40% van de uitgifte. Op deze wijze wordt voorkomen dat de veiling geheel of grotendeels wordt toegewezen aan één enkele partij.

De DTC-veiling opent om 10.30 uur en sluit om 11.30 uur. Elk bod moet minimaal 10 miljoen euro bedragen en kan verhoogd worden met veelvoud van 10 miljoen. Tot het moment van sluiting kan iedere deelnemer zijn bieding wijzigen of annuleren.

4 Faciliteiten

- *Inkoopfaciliteit*

De inkoopfaciliteit biedt aangesloten instellingen de mogelijkheid om posities in obligaties uitgegeven voor 1996 en met een uitstaand bedrag van minder dan 2,5 miljard euro, te verkopen aan de Staat. De inkoopfaciliteit is in 2002 gestart om de verhandelbaarheid en liquiditeit van dergelijke leningen voor beleggers te garanderen. Medio 2005 was het uitstaande aandeel van deze leningen gedaald tot circa 10% van het uitgegeven volume. Sinds 1999 geeft het Agentschap alleen nog leningen uit die na meerdere uitgiftemomenten een totaal uitstaand bedrag van minimaal 10 miljard euro bereiken. Dit past in het streven om een zo groot mogelijk deel van de totale schuld te concentreren in 'liquide' leningen.

- *Repo-faciliteit*

Eveneens met het oog op het verhogen van de liquiditeit van DSL's en DTC's, heeft het Agentschap de repo-faciliteit gecreëerd. Primary Dealers hebben hierdoor de mogelijkheid om te allen tijde bij de Nederlandse Staat nieuwe DSL's en DTC's te lenen welke nog niet het uitstaande bedrag van 10 miljard euro hebben bereikt. De Primary Dealers betalen hiervoor een premie van 25 basispunten. Deze faciliteit is exclusief beschikbaar voor Primary Dealers (voor DSL's en DTC's) en Single Market Specialists (voor DTC's).

5 Clearing en settlement

Het Agentschap is aangesloten bij Euroclear Nederland, de centrale bewaarinstelling in Nederland. Vanuit de emissierekening bij Euroclear Nederland worden schuldbewijzen giraal geleverd aan Euroclear en Clearstream. Het Agentschap is ook aangesloten op het netwerk van de Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT). Naast deze aansluiting participeert het Agentschap in een 'Closed user group' met Euroclear Nederland en De Nederlandsche Bank. SWIFT wordt gebruikt voor het bevestigen van transacties aan tegenpartijen en voor de communicatie met Euroclear, Clearstream, Euroclear Nederland en De Nederlandsche Bank.

- **Onderpand swaps**

Met ingang van 2001 maakt de Nederlandse Staat gebruik van renteswaps. Om het kredietrisico voor de Staat te beperken, is onderpand vereist. De tegenpartij van de Staat is verplicht onderpand te storten wanneer de renteswap een positieve waarde heeft. Als onderpand worden staatsleningen van kredietwaardige overheden in de eurozone, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten alsmede cash in euro geaccepteerd. De waarde van alle swaps en het gestorte onderpand wordt wekelijks bepaald. Op cash wordt rente vergoed. De afrekening van deze rente vindt plaats op de laatste werkdag van de maand.

- **Bronbelasting**

Een groot aantal landen heft bronbelasting op uit het buitenland afkomstige inkomsten uit effecten. Omdat deze inkomsten veelal ook in het land van herkomst worden belast, is vaak sprake van een dubbele belastingheffing. Om dit te voorkomen, heeft Nederland met veel van deze landen verdragen gesloten die voorzien in een vrijstelling van belasting in het land van herkomst. Een dergelijk verdrag omvat de staatkundige of administratieve onderdelen van een staat, alsmede de lokale publiekrechtelijke lichamen of instellingen en organen die geheel eigendom zijn van een staat. Ook het Agentschap van het ministerie van Financiën valt onder de reikwijdte van dergelijke verdragen. Dit houdt in dat het Agentschap bij transacties waarbij effecten zijn betrokken van een land waar bronbelasting wordt geheven, op basis van deze verdragen is vrijgesteld van deze belasting. Om voor de vrijstelling in aanmerking te komen heeft het Agentschap via settlementinstellingen bij de desbetreffende landen verzoeken ingediend die zijn gehonoreerd.

- **Verjaarde rente en aflossing**

Particuliere beleggers met κ -schuldbewijzen dienen de rentecoupon en de aflossing binnen de contractueel vastgelegde periode te innen. Wanneer de coupon of de aflossing niet binnen deze periode wordt geïnd, zijn de stukken verjaard. De belegger dient in dat geval bij het Agentschap een met redenen omkleed verzoek in te dienen om de stukken alsnog te kunnen verzilveren.

- **Dematerialisatie**

In 2003 zijn overeenkomsten gesloten met Euroclear Nederland ter vervanging van de daar in bewaring gegeven CF-stukken, κ -stukken en global notes. Door deze fysieke waardepapieren om te zetten in een inschrijving op naam van de 'Aangesloten instellingen van Euroclear Nederland' is de staatsschuld vrijwel geheel gedematerialiseerd. Een zeer klein deel van de staatsschuld bestaat nog uit κ -schuldbewijzen die thuis door de houders worden bewaard. Doordat de staat sinds 1987 geen κ -stukken meer uitgeeft, zal deze uitzondering in de toekomst tot het verleden gaan behoren.

De Wet giraal effectenverkeer biedt beleggers de mogelijkheid om uitlevering uit het girale circuit te vragen. In vervolg op de dematerialisatie is de uitleveringsverplichting beperkt tot een inschrijving op naam. Als bewijs van inschrijving ontvangt de belegger een afschrift. Rente en aflossing worden automatisch aan de belegger uitbetaald.

6 Fiscale aspecten van beleggingen in staatsschuld

Wie belegt in staatsschuld krijgt ook met belastingheffing te maken. Voor particulieren is de inkomstenbelasting het belangrijkste. Sinds het belastingstelsel van 1 januari 2001 worden inkomsten op beleggingen belast over een verondersteld netto-rendement van 4%. De werkelijke opbrengsten (bijvoorbeeld waardestijgingen) en kosten van beleggingen zijn niet van belang.

De inkomstenbelasting wordt geheven over drie afzonderlijke inkomens, boxen genaamd. In box 3 wordt het inkomen uit sparen en beleggen belast. Er geldt in deze box een vast tarief van 30% van het vermogensrendement. Dit rendement bedraagt 4% van het gemiddelde van de vermogens per 1 januari en 31 december van een jaar (de rendementsgrondslagen). Het vermogen bestaat uit het saldo van bezittingen en schulden. Beleggingen in staatsschuld, in welke vorm dan ook, worden voor de waarde in het economische verkeer (de verkoopwaarde) als bezitting aangemerkt. Zijn de beleggingen gefinancierd, dan vermindert de financieringsschuld de waarde van de bezittingen, waardoor de rendementsgrondslag lager wordt. De rente over deze schuld is niet afzonderlijk aftrekbaar. In het vermogensrendement van 4% zijn alle opbrengsten en lasten verwerkt; de voordelen zoals renteopbrengst en koersstijgingen, maar ook de koersdalingen en de rente- en kostenafrek. Afhankelijk van de gezins-

samenstelling (bijvoorbeeld gezinnen met kinderen) is een deel van het vermogen vrijgesteld. Partners (gehuwden of ongehuwd samenwonenden) kunnen zelf bepalen wie van hen de verschillende vermogensbestanddelen in box 3 in aanmerking neemt. Zij kunnen bijvoorbeeld ieder de helft van elk vermogensbestanddeel aangeven. Andere verdelingen zijn ook mogelijk, zolang in totaal maar het hele vermogen wordt aangegeven. Het heffingsvrije vermogen en de korting voor ouderen kunnen aan de partner worden overgedragen. De korting voor de kinderen mag naar keuze bij een van de partners in aanmerking worden genomen.

Voor in het buitenland wonende bezitters van staatsobligaties is van belang dat Nederland geen bronheffing kent op rentebetalingen. De opbrengst van de staatsobligaties is voor niet-inwoners normaal gesproken niet in Nederland belast.

7 Wettelijk kader en verantwoording

De Minister van Financiën is op grond van de wet gemachtigd namens de Staat geldleningen aan te gaan. De informatie over schuldfinanciering en -beleid voor het volgende begrotingsjaar is vervat in de jaarlijkse Ontwerpbegroting IX A, inzake de Nationale Schuld, die aan het Parlement wordt aangeboden op de derde dinsdag van september (Prinsjesdag). Daarin wordt tevens autorisatie gegeven voor het betalen van rente en aflossingen op de staatsschuld. De Ontwerpbegroting IX A, en de daarop volgende wijzigingswetten gedurende het begrotingsjaar, dienen door het Parlement te worden goedgekeurd. De goedkeuring van de Ontwerpbegroting IX A vindt doorgaans plaats in de maand december voorafgaand aan het begrotingsjaar.

Gedurende het begrotingsjaar wordt het Parlement geïnformeerd over de uitvoering van de begroting IX A en over mee- en/of tegenvallers als gevolg van (onvoorziene) ontwikkelingen in rentevoet, financieringsbehoefte en dergelijke. Informatie over de uitvoering tijdens het lopende jaar is opgenomen in de Miljoenennota (tegelijkertijd met de Ontwerpbegroting IX A aangeboden aan het Parlement op de derde dinsdag van september). De ontwikkelingen inzake uitvoering voor het nieuwe begrotingsjaar worden toegelicht in de Voorjaarsnota (juni) en de Najaarsnota (december). De betreffende nota's en wetten aan het Parlement zijn openbaar.

Met ingang van begrotingsjaar 2002 worden op begroting IX A de rentelasten op transactiebasis begroot en verantwoord. De registratie van de rentelasten op transactiebasis vindt plaats op grond van het Europees Stelsel van Rekeningen (ESR 1995). Daarnaast is de begroting vanaf 2002 opgesteld volgens de systematiek 'Van beleidsbegroting tot beleidsverantwoording' (VBTB). Met VBTB streeft het kabinet ernaar om de relatie tussen doelstellingen, middelen en prestaties van overheidshandelen duidelijker tot uitdrukking te brengen.

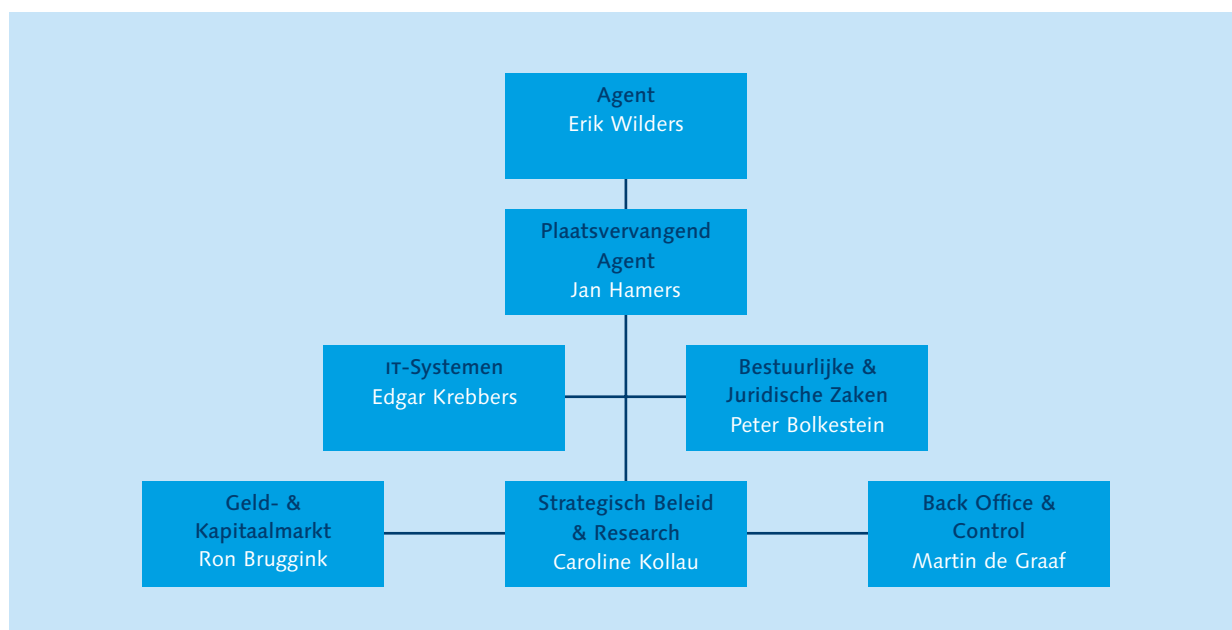
De voorbereiding en feitelijke uitvoering van het financieerbeleid vindt plaats bij het Agentschap van het ministerie van Financiën. Het Agentschap opereert namens de Minister van Financiën op de financiële markten en draagt zorg voor het beheer van de staatsschuld.

8 Organigram

Het Agentschap is een van de 5 directies van de Generale Thesaurie van het ministerie van Financiën.

De andere 4 directies zijn: Financiële Markten, Buitenlandse Financiële Betrekkingen, Financieringen, en Algemene Financiële en Economische Politiek. De Generale Thesaurie zelf is een van de 5 directoraten-generaal van het ministerie van Financiën. De andere 4 directoraten-generaal zijn: Rijksbegroting, Fiscale Zaken, de Belastingdienst en de Centrale Directies.

Het organigram van het Agentschap, met de respectievelijke verantwoordelijken, is als volgt:



9 Adressenlijst

Agentschap van het ministerie van Financiën

Orlyplein 32, Amsterdam

Postbus 345, 1000 AH Amsterdam

T (020) 581 07 00

F (020) 581 07 02

E agent@dutchstate.nl

I www.dsta.nl

Reuters: DSTAMENU

Bloomberg: DSTA

Bridge: 2981

Ministerie van Financiën

Korte Voorhout 7, Den Haag

Postbus 20201, 2500 EE Den Haag

T (070) 342 80 00

I www.minfin.nl

MTS Amsterdam N.V.

Orlyplein 32, Amsterdam

Postbus 345, 1000 AH Amsterdam

T (020) 531 04 60

I www.mtsamsterdam.com

Euronext N.V.

Postbus 19163, 1000 GD Amsterdam

T (020) 550 44 44

I www.euronext.com

Euroclear Nederland

Postbus 19163, 1000 GD Amsterdam

T (020) 550 50 00

Euroclear N.V.

Koning Albert II laan 1, 1210 Brussel

België

T +32 2 224 12 11

I www.euroclear.com

Clearstream Banking S.A.

42 Avenue JF Kennedy, 1855 Luxembourg

Luxembourg

T +35 2 243 0

I www.clearstream.com

SWIFT S.C.

Avenue Adèle 1, 1310 La Hulpe

België

T +32 2 655 31 11

I www.swift.com

Statistische informatie



1 Rentelasten staatsschuld in 2004, 2005 en 2006

	2004	2005	2006
Rentelasten			
Rentelasten vaste schuld	9.176	9.028	8.815
Rentelasten vlottende schuld			
Rentelasten DTC's	588	483	657
Rentelasten overige korte middelen	66	70	79
Agio bij inkoop schuld	14	50	-
Totaal rentelasten schuld	9.845	9.631	9.551
Rentebaten			
Rentebaten EURIBOR swaps	94	64	68
Rentebaten vlottende schuld			
Rentevergoeding op schatkistsaldo	-	1	1
Rentevergoeding op uitzettingen	39	60	23
Rentebaten EONIA swaps	5	-	-
Disagio bij inkoop schuld	-	-	-
Totaal rentebaten schuld	139	125	92
Netto rentelasten schuld	9.706	9.506	9.459

De rentelasten 2004 betreffen realisaties.

De realisaties voor 2005 zijn voorlopig en lopen tot 31 oktober.

De rentelasten voor 2006 zijn gebaseerd op de begroting Nationale Schuld 2006.

2 Verloop van de gevestigde schuld in 2005

In duizenden euro's

45

Statistische informatie

Stand op 31 december 2004		197.090.910
In 2005 werd nieuw uitgegeven		
Openbare leningen	30.310.192	
Onderhandse leningen	-	
	bij	30.310.192
In 2005 werd aflosbaar gesteld		
Door aflosbaarstelling wegens reguliere aflossingen:		
Openbare leningen	24.136.052	
Onderhandse leningen	16.049	
Door aflosbaarstelling wegens vervroegde aflossingen en inkoop		
Openbare leningen	60.328	
Onderhandse leningen	25.303	
	af	24.237.732-
Stand op 31 oktober 2005		203.163.370

3 Emissies voor de dekking van de reguliere financieringsbehoefte in 2004 en 2005

Emissie maand	ISIN-code	Naam lening	Uitgifte	Opbrengst	Effectief rendement
2004					
januari	NL0000102119	3% NED 2004 per 15 juli 2007	eerste uitgifte	3,4	2,99%
februari	NL0000102101	2,75% NED 2003 per 15 januari 2009	vervolguitgifte	1,8	3,33%
maart	NL0000102119	3% NED 2004 per 15 juli 2007	vervolguitgifte	2,3	2,66%
	NL0000102325	3,75% NED 2004 per 15 juli 2014	eerste uitgifte	5,1	3,98%
april	NL0000102101	2,75% NED 2003 per 15 januari 2009	vervolguitgifte	1,5	3,28%
mei	NL0000102119	3% NED 2004 per 15 juli 2007	vervolguitgifte	1,6	3,09%
juni	NL0000102325	3,75% NED 2004 per 15 juli 2014	vervolguitgifte	1,8	4,42%
juli	NL0000102119	3% NED 2004 per 15 juli 2007	vervolguitgifte	2,3	3,02%
september	NL0000102325	3,75% NED 2004 per 15 juli 2014	vervolguitgifte	3,1	4,11%
oktober	NL0000102119	3% NED 2004 per 15 juli 2007	vervolguitgifte	2,5	2,71%
	NL0000102309	3% NED 2004 per 15 januari 2010	eerste uitgifte	6,3	3,23%
november	NL0000102325	3,75% NED 2004 per 15 juli 2014	vervolguitgifte	1,8	3,93%
			Totaal	33,5	
2005					
januari	NL0000102150	2,5% NED 2005 per 15 januari 2008	eerste uitgifte	2,6	2,63%
februari	NL0000102309	3% NED 2004 per 15 januari 2010	vervolguitgifte	2,5	2,99%
maart	NL0000102150	2,5% NED 2005 per 15 januari 2008	vervolguitgifte	2,3	2,62%
april	NL0000102309	3% NED 2004 per 15 januari 2010	vervolguitgifte	1,7	2,94%
	NL0000102234	4% NED 2005 per 15 januari 2037	eerste uitgifte	6,0	4,07%
mei	NL0000102150	2,5% NED 2005 per 15 januari 2008	vervolguitgifte	2,2	2,39%
juni	NL0000102309	3% NED 2004 per 15 januari 2010	vervolguitgifte	1,5	2,54%
	NL0000102242	3,25% NED 2005 per 15 juli 2015	eerste uitgifte	6,0	3,21%
juli	NL0000102150	2,5% NED 2005 per 15 januari 2008	vervolguitgifte	1,7	2,28%
september	NL0000102242	3,25% NED 2005 per 15 juli 2015	vervolguitgifte	2,3	3,17%
oktober	NL0000102150	2,5% NED 2005 per 15 januari 2008	vervolguitgifte	1,5	2,49%
			Totaal	30,3	

4 Renteswaps

Stand op 31 december, in miljoenen euro's

47

Statistische informatie

Startdatum	Einddatum	Nominaal bedrag	Vaste rente ¹ (%)	Variabele rente ² (%)	Type ³
2001	2011	3000	5,20733	2,198	receive
2002	2012	700	5,28993	2,169	receive
2003	2013	200	4,21525	2,197	receive
2004	2008	3998	3,2444	2,1932	pay
31 okt. 2005	2035	6010	4,1567	2,2823	receive
	2014	1050	3,7061	2,1756	pay
	2015	4000	3,7865	2,1690	pay
	2016	375	3,6933	2,1610	pay

1 Bij de vaste rente wordt de gemiddelde rente weergegeven.

2 De variabele rente wordt ieder half jaar opnieuw vastgesteld op basis van de dan geldende 6-maands Euribor-rente.

3 Receiver swaps zijn swap contracten waarbij de Staat lange rente ontvangt en korte rente betaalt. Payer swaps zijn swap contracten waarbij de Staat lange rente betaalt en korte rente ontvangt.

5 Kerngegevens staatsleningen in 2005

Ontwikkeling in 2005					
	Totaal 31-10-05	Emissies	Aflossingen	Totaal 31-10-05	ISIN-code
A Openbare leningen					
7,75% Nederland 1995 per 1 maart 2005	11.049.360	-	11.049.360	-	NL0000102184
7,00% Nederland 1995 per 15 juni 2005	582.693	-	582.693	-	NL0000102200
6,75% Nederland 1995 per 15 november 2005	626.750	-	-	626.750	NL0000102218
4,00% Nederland 2002 per 15 juli 2005	12.504.000	-	12.504.000	-	NL0000102663
8,50% Nederland 1991 per 2006	436.647	-	6.733	429.914	NL0000101954
6,00% Nederland 1996 per 15 januari 2006	12.329.020	-	-	12.329.020	NL0000102226
3,00% Nederland 2003 per 15 juli 2006	12.899.000	-	-	12.899.000	NL0000102697
8,75% Nederland 1992 per 15 januari 2007	181.310	-	7.543	173.767	NL0000101996
8,25% Nederland 1992 per 15 februari 2007	325.295	-	14.838	310.457	NL0000102028
8,25% Nederland 1992 per 15 september 2007	580.586	-	14.635	565.951	NL0000102051
5,75% Nederland 1997 per 15 februari 2007	13.637.194	-	-	13.637.194	NL0000102267
3,00% Nederland 2004 per 15 juli 2007	12.216.000	-	-	12.216.000	NL0000102119
5,25% Nederland 1998 per 15 juli 2008	11.118.031	-	-	11.118.031	NL0000102291
2,50% Nederland 2005 per 15 januari 2008	-	10.222.000	-	10.222.000	NL0000102150
3,75% Nederland 1999 per 15 juli 2009	12.088.000	-	-	12.088.000	NL0000102416
2,75% Nederland 2003 per 15 januari 2009	10.366.430	-	-	10.366.430	NL0000102101
7,50% Nederland 1995 per 15 april 2010	544.705	-	15.201	529.504	NL0000102192
5,50% Nederland 2000 per 15 juli 2010	10.227.366	-	-	10.227.366	NL0000102580
3,00% Nederland 2004 per 15 januari 2010	6.327.486	5.794.000	-	12.121.486	NL0000102309
5,00% Nederland 2001 per 15 juli 2011	13.620.000	-	-	13.620.000	NL0000102606
5,00% Nederland 2002 per 15 juli 2012	10.487.000	-	-	10.487.000	NL0000102671
4,25% Nederland 2003 per 15 juli 2013	14.223.000	-	-	14.223.000	NL0000102689
3,75% Nederland 2004 per 15 juli 2014	11.709.846	-	-	11.709.846	NL0000102325
3,25% Nederland 2005 per 15 juli 2015	-	8.283.765	-	8.283.765	NL0000102242
7,50% Nederland 1993 per 15 januari 2023	8.241.489	-	-	8.241.489	NL0000102077
5,50% Nederland 1998 per 15 januari 2028	8.886.814	-	-	8.886.814	NL0000102317
4,00% Nederland 2005 per 15 januari 2037	-	6.010.427	-	6.010.427	NL0000102234
• 3 1/2% Grootboek	472	-	42	430	NL0000002707
• 3% Grootboek	10.266	-	477	9.789	NL0000004802
• 2 1/2% Grootboek	23.920	-	859	23.061	NL0000006286

Ontwikkeling in 2005				
	Totaal 31-10-05	Emissies	Aflossingen	Totaal 31-10-05
A Openbare leningen				
Totaal openbare leningen	195.242.681	30.310.192	24.196.380	201.356.493
B Onderhandse leningen				
Totaal onderhandse leningen	1.848.229	-	41.352	1.806.877
Totaal	197.090.910	30.310.192	24.237.732	203.163.370

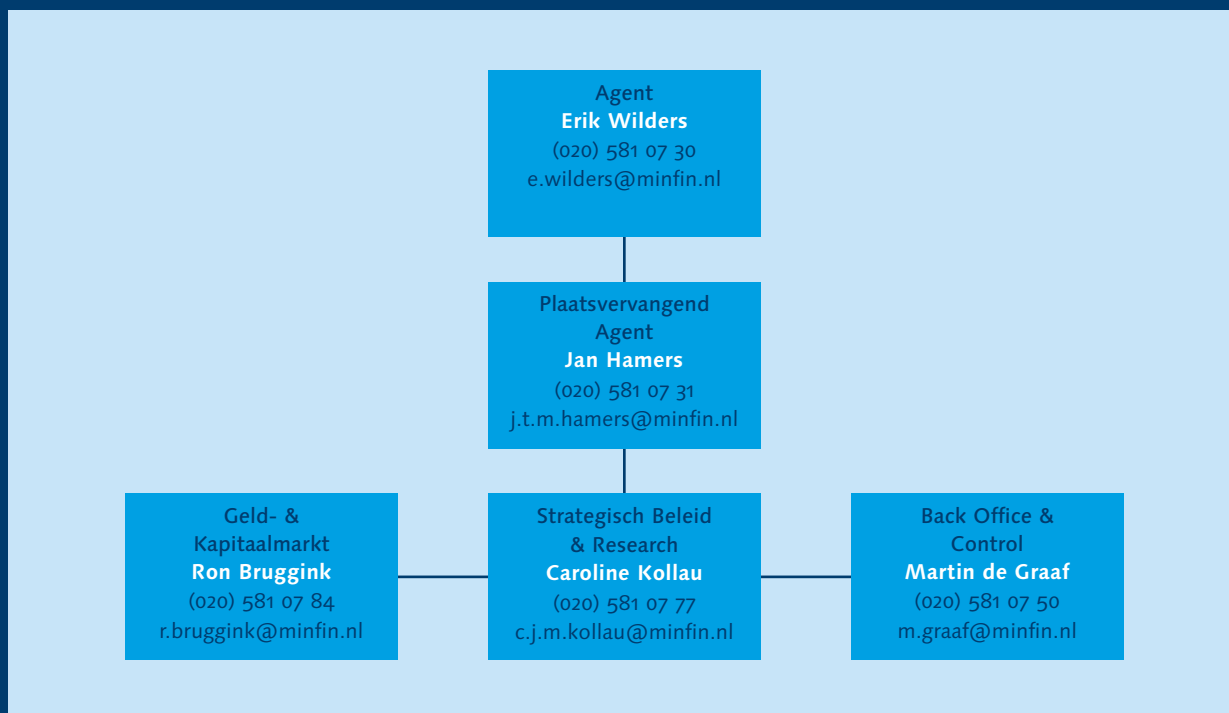
6 Jaarlijkse rente en aflossingen, 2006-2037

	Rente	Aflossing
01-11 tot 31-12-2005	93	6.352.007
2006	8.974	25.728
2007	7.775	26.982
2008	6.532	21.374
2009	5.691	22.495
2010	4.950	22.913
2011	3.982	13.803
2012	3.289	10.849
2013	2.736	14.391
2014	2.119	11.752
2015	1.677	8.330
2016	1.405	53
2017	1.402	368
2018	1.372	59
2019	1.368	59
2020	1.364	54
2021	1.360	47
2022	1.358	75
2023	1.352	8.250
2024	733	2
2025	733	29
2026	733	2
2027	733	-
2028	733	8.887
2029	244	-
2030	244	-
2031	244	-
2032	244	-
2033	241	-
2034	241	-
2035	241	-
2036	241	-
2037	241	6.010

Hoogtepunten Outlook 2006

- **Basisrisicobedrag:** € 44 mld
- **Marge voor het beroep op de kapitaalmarkt:** € 28-35 mld
- **Instrumenten:** 3-jarige, 10-jarige, 30-jarige nominale leningen
- **Revival:** nieuwe lening die afloopt in 2023, en opening van strip- en destrip-faciliteit
- **Primary Dealers:** Dresdner Bank als nieuwkomer
- **Kader voor risicomanagement:** herijking voor 2007-2010

Contacten



Uitgiftekalender DSL's voor 2006

Maand van uitgifte	Aankondiging (woensdag)	Uitgifte (2 ^e dinsdag)	Storting (vrijdag)	DSL
Januari	4	10	13	3-jarige
Februari	8	14	17	2023
Maart	8	14	17	3-jarige
April	5	11	14	
Mei	3	9	12	
Juni	7	13	16	
Juli	5	11	14	
Augustus	geen uitgifte			
September	6	12	15	
Oktober	4	10	13	
November	8	14	17	
December	6	12	15	

December is een reservedatum.

In maart of april zal een 10-jarige lening worden uitgegeven via een DDA.

Uitgiftekalender DTC's voor 2006

Uitgifte (1 ^e & 3 ^e maandag)	Storting (woensdag)	DTC 3-maands	DTC 6-maands	DTC 9-maands	DTC 12-maands
03-01-06	05-01-06	31-03-06	30-06-06		15-12-06
16-01-06	18-01-06	28-04-06			15-12-06
06-02-06	08-02-06	28-04-06	31-07-06		
20-02-06	22-02-06	31-05-06		29-09-06	
06-03-06	08-03-06	31-05-06	31-08-06		
20-03-06	22-03-06	30-06-06		15-12-06	
03-04-06	05-04-06	30-06-06	29-09-06		30-03-07
18-04-06	20-04-06	31-07-06			30-03-07
02-05-06	04-05-06	31-07-06	31-10-06		
15-05-06	17-05-06	31-08-06		15-12-06	
05-06-06	07-06-06	31-08-06	30-11-06		
19-06-06	21-06-06	29-09-06		30-03-07	
03-07-06	05-07-06	29-09-06	15-12-06		29-06-07
17-07-06	19-07-06	31-10-06			29-06-07
07-08-06	09-08-06	31-10-06	31-01-07		
21-08-06	23-08-06	30-11-06		30-03-07	
04-09-06	06-09-06	30-11-06	28-02-07		
18-09-06	20-09-06	15-12-06		29-06-07	
02-10-06	04-10-06	15-12-06	30-03-07		28-09-07
16-10-06	18-10-06	31-01-07			28-09-07
06-11-06	08-11-06	31-01-07	30-04-07		
20-11-06	22-11-06	28-02-07		29-06-07	
04-12-06	06-12-06	28-02-07	31-05-07		
18-12-06	20-12-06	30-03-07		28-09-07	

Groene vlakken: omwille van (nationale) vakantiedagen vindt de uitgifte plaats op dinsdag en gebeurt de storting op donderdag.

Vet gedrukt: nieuwe programma's.



Agentschap ministerie van Financiën
Postbus 345
1000 AH Amsterdam
Website: www.dsta.nl