

Vergaderjaar 2019–2020

31 935

Beleidsdoorlichting Financiën

Nr. 61

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 22 november 2019

Hierbij ontvangt uw Kamer de beleidsdoorlichting van artikel 11 *Financiering staatsschuld* van hoofdstuk IXA *Nationale Schuld* over de periode 2016–2019¹.

De beleidsdoorlichting is in 2019 uitgevoerd door het Ministerie van Financiën. Het plan van aanpak is op 14 september 2018 aan uw Kamer gestuurd². SEO Economisch Onderzoek (SEO) heeft een apart deelonderzoek verricht; de uitkomsten hiervan treft u aan in de bijlage³. De doorlichting is beoordeeld door onafhankelijk deskundige dr. ir. Paul Wessels, hoofd risicomanagement bij DNB. Zijn oordeel is opgenomen als bijlage in de beleidsdoorlichting. Daarnaast maakte de beleidsdoorlichting onderdeel uit van de operatie Inzicht in Kwaliteit waarover ik uw Kamer onlangs heb geïnformeerd⁴.

De beleidsdoorlichting ziet op het volledige artikel 11. De algemene doelstelling van dit artikel luidt «Schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke kosten onder acceptabel risico voor de begroting». In deze doorlichting is de doeltreffendheid en doelmatigheid van het gevoerde beleid tijdens het kader 2016–2019 onderzocht. De centrale onderzoeksvraag van de beleidsdoorlichting was dan ook: «In hoeverre heeft het gevoerde beleid bijgedragen aan schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke kosten onder acceptabel risico voor de begroting?».

Conclusies SEO & beoordeling onafhankelijk deskundige

SEO constateert dat het gevoerde beleid in de periode 2016–2019 heeft bijgedragen aan de doelstelling van schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke kosten onder acceptabel risico voor de begroting. Dit volgt uit het feit dat het Nederlandse beleid hoog scoort op internationaal erkende

¹ Raadpleegbaar via www.tweedekamer.nl

² Kamerstuk 31 935, nr. 50

³ SEO, Assessment of DSTA's 2016–2019 Risk Framework and Funding Policy – Input for the DSTA's 2016–2019 evaluation, 15 maart 2019. Raadpleegbaar via www.tweedekamer.nl.

⁴ Kamerstuk 31 865, nr. 156

indicatoren voor prudent schuldbeheer, te weten consistentie, transparantie en liquiditeit. Door een dergelijk prudent schuldbeheer te voeren, wordt de onzekerheidspremie die beleggers verlangen wanneer zij Nederlands schuldpapier kopen zo laag mogelijk gehouden. Ook concludeert SEO dat de vooraf vastgestelde streefwaarden voor indicatoren voor lange- en korte termijnrisico's (te weten de gemiddelde looptijd van de schuldportefeuille respectievelijk het renterisicobedrag (RRB)) zijn gehaald. In de beleidsdoorlichting worden deze conclusies onderschreven. Ook wordt in deze beleidsdoorlichting geconstateerd dat uitvoering is gegeven aan de aanbevelingen van de vorige beleidsdoorlichting van artikel 11, die dateert uit 2015⁵.

Onafhankelijk deskundige Paul Wessels stelt vast dat een gedegen evaluatie heeft plaatsgevonden. In zijn oordeel worden de conclusies en de aanbevelingen voortkomend uit het rapport van SEO en de beleidsdoorlichting onderschreven en doet hij een aantal aanbevelingen.

Reactie

Het kabinet kan zich vinden in de bevindingen van de beleidsdoorlichting, namelijk dat het beleid in de periode 2016–2019 heeft voldaan aan de doelstelling van artikel 11 en dat het beleid doeltreffend en doelmatig is geweest. Uit de beleidsdoorlichting – waaronder ook het onderzoek van SEO en het oordeel van de onafhankelijke deskundige – zijn meerdere aanbevelingen voor de financiering van de staatsschuld voortgekomen. Het kabinet neemt de aanbevelingen over. Hierna wordt beschreven op welke manier de aanbevelingen uit de beleidsdoorlichting worden opgevolgd en wat de hoofdlijnen zijn uit het beleidskader voor de volgende periode.

Aan verschillende aanbevelingen is al uitvoering gegeven bij de ontwikkeling van het nieuwe beleidskader voor de periode vanaf 2020. Een aantal andere aanbevelingen, zoals het nog beter zicht krijgen op de liquiditeit van Nederlandse staatsobligaties en het heroverwegen van de wijze waarop het RRB wordt berekend, vergt meer tijd voor nadere analyse en wordt in de komende periode opgepakt.

Nieuwe beleidskader

In het beleidskader zal de komende jaren worden ingezet op een verdere verlenging van de gemiddelde looptijd van de schuld- en swapportefeuille, van de huidige 6,4 jaar richting de 8 jaar. Daarbij zullen renteswaps een beperkte rol spelen. Rekening houdend met de uitgangspunten van het financieringsbeleid, de vraag vanuit de markt en de ontwikkeling van de financieringsbehoefte zal de komende periode prioriteit worden gegeven aan het uitgeven van leningen met een langere looptijd, waarbij voldoende ruimte wordt gelaten voor een consistent en tegelijkertijd flexibel uitgiftebeleid.

Door de gemiddelde looptijd van de schuldportefeuille verder te verlengen worden de huidige lage rentes voor een langere periode vastgelegd. Hiermee wordt meer budgettaire zekerheid gecreëerd voor de middellange termijn. Ook wordt hiermee ingespeeld op de momenteel (in historisch opzicht) lage termijnpremie: het verschil tussen de kosten van het uitgeven van schuldpapier met een lange looptijd en met een korte looptijd is relatief klein. Het is daarom mogelijk om rentes voor een langere periode vast te leggen, terwijl daar relatief weinig extra voor hoeft te worden betaald. Een verlenging van de gemiddelde looptijd volgt tevens logisch uit het beleid zoals dat in de voorgaande kaders is gevoerd

⁵ Kamerstuk 31 935, nr. 20

(sinds 2012 is de gemiddelde looptijd van 3,5 jaar geleidelijk aan verlengd). Ook komt het overeen met hetgeen tal van schuldmanagers uit andere landen doen en met wat veel marktpartijen het Agentschap van de Generale Thesaurie – dat belast is met de financiering en het beheer van de staatsschuld – hebben geadviseerd.

Op advies van SEO heeft het Agentschap een renterisicomodel ontwikkeld om naast de kosten ook de risico's van mogelijke strategieën voor de uitgifte van schuldpapier in te schatten. *Rentekosten* zijn steeds ingeschat op basis van herfinanciering van bestaande schuld, de begrotingssaldi en renteverwachtingen. Begrotingssaldi worden door het Ministerie van Financiën geraamd op basis van de economische ramingen van het CPB. Deze begrotingssaldi en de herfinanciering van bestaande schuld zijn gecombineerd met rentescenario's die door de markt worden verwacht, zoals af te lezen uit termijnrentes (*forward rates*). Renterisico's zijn middels technische analyses gekwantificeerd door op basis van historische rentereeksen te bepalen naar welk niveau rentes zouden kunnen bewegen in de 5% ongunstigste gevallen. Door de rentekosten en renterisico's op deze manier inzichtelijk te maken, kon opvolging worden gegeven aan de aanbeveling om de risicobereidheid te expliciteren. De uitkomsten van de analyses zijn gecombineerd met eerdergenoemde overwegingen voor verlenging van de gemiddelde looptijd en de wens om de afhankelijkheid van renteswaps te beperken.

Alles afwegende, ben ik tot het oordeel gekomen dat een uitgiftebeleid dat resulteert in een verlenging van de gemiddelde looptijd van de schuldportefeuille richting de 8 jaar de juiste balans creëert tussen kosten en risico voor de komende periode. De verlenging richting de 8 jaar zal geleidelijk plaatsvinden, waarbij de looptijd kan fluctueren binnen een bandbreedte van 6 tot 8 jaar. Dit geeft het Agentschap de ruimte om die uitgiftekeuzes te maken die passen bij de voorkeuren van de markt en in het belang zijn van een efficiënte financiering van de staatsschuld, zonder dat daarbij op grote schaal renteswaps moeten worden ingezet. Dit is in lijn met de aanbevelingen uit de beleidsdoorlichting. In het financieringsplan dat het Agentschap jaarlijks publiceert in december, zal steeds een indicatie worden gegeven van de uit te geven leningen. Dergelijke keuzes worden belangrijker naarmate de financieringsbehoefte kleiner wordt, zoals we de afgelopen jaren hebben gezien. Ook voor de komende jaren wordt in de huidige ramingen een relatief lage financieringsbehoefte voorzien. De doelstelling voor de gemiddelde looptijd zal tenminste eens in de twee jaar intern worden geëvalueerd door het Agentschap en indien nodig worden bijgesteld.

Op basis van de huidige inzichten is de verwachting dat het korte termijn renterisico – gemeten door het renterisicobedrag (RRB) – de komende jaren zal stijgen boven het huidige plafond van 18% van de staatsschuld. Het RRB is dat deel van de staatsschuld waarop de rente binnen 12 maanden opnieuw moet worden vastgesteld. De stijging van het RRB is het gevolg van de samenstelling van de bestaande renteswapportefeuille: een deel van de renteswaps loopt de komende jaren ten einde, waardoor verhoudingsgewijs meer korte termijn (variabele) rente betaald moet worden op de swapportefeuille (en er dus meer korte termijn renterisico optreedt). Deze ontwikkeling is tijdelijk van aard en het RRB zal op termijn weer dalen, wanneer veel renteswaps waarop de variabele rente betaald wordt ten einde lopen.

Voor het komende beleidskader wordt een RRB-grens van 30% van de staatsschuld ingesteld. In beginsel betekent dit dat rentebewegingen (negatief én positief) een grotere impact kunnen hebben op de overheidsfinanciën dan onder het huidige beleidskader, toen de RRB-grens 18% was. De staatsschuld is op dit moment echter lager dan vier jaar geleden, toen het huidige beleidskader werd vormgegeven. Hierdoor is er nu meer capaciteit om risico te dragen. Het RRB kan daarom begrensd worden op een waarde die hoger ligt dan in het huidige beleidskader.

Ik acht dit risico tevens acceptabel omdat de marktverwachting is dat de rente de komende jaren nog relatief laag zal blijven, wat gunstig is voor de waarde van de swapportefeuille. Daarnaast is een belangrijke nuance bij het hogere RRB dat de rentelasten en -baten op de swapportefeuille niet saldorelevant zijn en daarom, in tegenstelling tot de rentelasten op schulduitgiften, niet onder het uitgavenplafond vallen. Aangezien eerdergenoemde stijging van het RRB vooral het gevolg is van de ontwikkelingen in de swapportefeuille zal de kans op tegenvallers (bij een rentestijging) voor de begroting niet groter worden. Wel zal een eventuele tegenvaller of meevaller op de swapportefeuille van invloed zijn op het niveau van de EMU-schuld.

Het nieuwe beleidskader zal ingesteld worden voor de komende zes jaar (2020 tot en met 2025). In 2026 zal het kader door middel van een beleidsdoorlichting voor het gehele artikel 11 integraal worden geëvalueerd. Vanwege de positieve ervaringen met het uitbesteden van onderzoeksvragen aan een externe partij, bestaat het voornemen ook in de toekomst (een onderdeel van) de beleidsdoorlichting uit te besteden aan een onafhankelijke partij. Daarnaast zal, zoals hierboven gemeld, het Agentschap minimaal tweejaarlijks een interne evaluatie uitvoeren. Dit biedt de kans om met beleidskeuzes sneller en flexibeler te kunnen inspelen op ontwikkelingen in de markt (bijvoorbeeld ten aanzien van rente, ECB-beleid, liquiditeit) en om economische en budgettaire ontwikkelingen en vooruitzichten sneller tot uitdrukking te laten komen in het beleidskader voor de financiering van de staatsschuld. Op die manier wordt bereikt dat steeds op basis van de dan geldende omstandigheden wordt bezien of bijstelling van het beleidskader gewenst is, zonder van tevoren een precieze reactiefunctie vast te leggen. Hiermee wordt ook voldoende flexibiliteit gecreëerd, waarvan het belang benadrukt is in de beleidsdoorlichting.

Het kabinet constateert dat met dit voorstel voor het komende kader tegemoet is gekomen dan wel nog opvolging zal worden gegeven aan de bevindingen in de beleidsdoorlichting, terwijl tegelijkertijd voldoende flexibiliteit is ingebouwd om rekening te houden met toekomstige markt- en staatsschuldontwikkelingen.

De Minister van Financiën,
W.B. Hoekstra