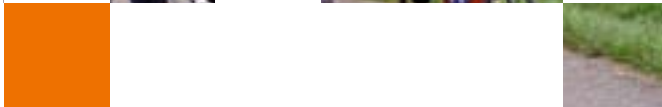


Outlook 2007



Outlook 2007

'Beleid gericht op versterken van de dynamiek betekent dat oude zekerheden verdwijnen. Op korte termijn kan het daarom lijken alsof de toegenomen dynamiek de onzekerheid vergroot.

De moderne samenleving is echter als een fiets: economische dynamiek zorgt ervoor dat de wielen blijven draaien. Zolang de wielen hard genoeg draaien, is de fiets stabiel. (...) Met gebrekkige dynamiek komt de economie tot stilstand. Stilstand leidt daadwerkelijk tot achteruitgang.'

Bron: Miljoenennota 2007



Voorwoord

Het is een uitdaging tijd voor het Agentschap. Na de opleving van de Nederlandse economie laat de rijksbegroting een opmerkelijke verbetering zien. Dat is natuurlijk goed nieuws – de economie bloeit en het optimisme bij consumenten en ondernemingen is nog nooit zo hoog geweest. Bovendien onderbouwt de solide begroting de uitstekende creditrating van onze leningen.

Zowel voor 2006 als 2007 worden overschotten verwacht. Bij een begrotingsoverschot neemt de schuld niet alleen af ten opzichte van het BBP, maar ook in absolute zin. Afnemende schulden vormen een uitdaging. Een solide financieringsbeleid moet de gevolgen van schuldvermindering soepel kunnen opvangen, maar tegelijkertijd benchmarks, de hoogte van de liquiditeit en dekking van de rentecurve waarborgen. In deze Outlook onderzoeken we beknopt de eventuele toekomstige gevolgen van het afnemende schuldenniveau voor een doeltreffend schuldbeheer.

Door de lagere financieringsbehoefte in 2007 moet het Agentschap nu al moeilijke keuzes maken. We moeten veilingdata voor DSL's schrappen en op verscheidene data het etiket 'reserve' plakken. In 2007 zullen we slechts één nieuwe benchmark-lening uitgeven. De DDA zal worden benut voor de uitgifte van een nieuwe tienjarige benchmarklening. De on-the-run driejarige en dertigjarige leningen zullen worden heropend. Beide benchmarks zullen in 2007 een uitstaand volume bereiken van ten minste 10 miljard euro. Door de lagere financieringsbehoefte is er geen ruimte voor een nieuwe driejarige lening in 2007.

De budgettaire verbeteringen hebben ook invloed op onze operaties op de geldmarkt. Er is duidelijk behoefte aan een grotere flexibiliteit. Daarom begint het Agentschap in 2007 met de uitgifte van Commercial Paper met een looptijd van minder dan drie maanden. De bedoeling is deze in euro's en – als dat vanuit kosten oogpunt gunstig is – in vreemde valuta uit te geven. Door de uitgifte van Commercial Paper hopen we de fluctuaties in het kassaldo beter te kunnen opvangen.

Het jaar 2007 is het laatste jaar van het huidige kader voor risicomanagement. We zijn bezig met een complete herijking van onze strategie. In deze Outlook presenteren we een aantal observaties en eerste conclusies. Na de afronding van de herijking in het begin van 2007 worden de eindresultaten bekendgemaakt.

Erik Wilders



Agent van het Agentschap van het ministerie van Financiën

Inhoud

1	Economische vooruitzichten en geld- en kapitaalmarkten	7
1.1	Mondiale en Europese economie	8
1.2	De vooruitzichten voor de Nederlandse economie	9
1.3	Geld- en kapitaalmarkten	13
Box 1.1	De uitdaging van een vergrijzende samenleving	1 2
Box 1.2	Swapsreads in de eurozone	1 4
2	Risicomanagement en financieringsbeleid	19
2.1	Risicomanagement en financieringsbeleid in 2006	20
2.2	Uitgifte in 2007	24
2.3	De Nederlandse manier van veilen	26
2.4	Ontwikkelingen op primaire en secundaire markten	28
2.5	Primary Dealers en Single Market Specialists in 2007	30
Box 2.1	Basisrisicobedrag als maatstaf voor blootstelling aan renterisico's	21
Box 2.2	Revival van de DSL 2023	22
3	Onderzoek en nieuwe ontwikkelingen	35
3.1	Evaluatie van het risicomanagement	36
3.2	De voortdurende uitdaging van veranderingen in begrotingsaldi en begrotingsoverschotten	39
3.3	Nieuw financieel instrument: Commercial Paper	42
Box 3.1	Dynamiek van de rentecurve	38
Box 3.2	Twee algemene beleidsthema's met betrekking tot de rol van overheidsschuld op financiële markten	42
	Bijlagen	46
1	Organigram	47
2	Wettelijk kader en verantwoording	48
3	Schuldvormen	48
4	Uitgegeven waardepapieren	48
5	Uitgiftetechnieken	49
6	Faciliteiten	50
7	Onderpand en bronbelasting	50
8	Clearing en settlement	50
	Statistische informatie	51
1	Rentelasten staatsschuld in 2005, 2006 en 2007	52
2	Verloop van de gevestigde schuld in 2006	53
3	Emissies voor de dekking van de reguliere financieringsbehoefte in 2005 en 2006	54
4	Renteswaps	55
5	Resultaten van de geldmarktbenchmark	56
6	Kerngegevens staatsleningen in 2006	57
7	Jaarlijkse rente en aflossingen, 2007-2037	59
	Hoogtepunten Outlook 2007	61



feliciteit Zoetermeer

Economische vooruitzichten, geld en kapitaalmarkten



De mondiale economie blijft sterk. Overheidsbegrotingen zullen verbeteren. Naar verwachting zal de Nederlandse economie in 2007, met een groeipercentage van ongeveer 3%, het ingezette herstel vasthouden. Op vrijwel elk terrein doet de Nederlandse economie het beter dan de eurozone. Door structurele hervormingen en budgettaire consolidatie worden in 2006 en 2007 begrotingsoverschotten bereikt. Nederland verkeert in een relatief gunstige positie om de uitdagingen die met de vergrijzing gepaard gaan het hoofd te bieden.

1.1 Mondiale en Europese economie¹

In 2006 groeide de wereldeconomie krachtig, met 5%. In de jongste 'World Economic Outlook' verwacht het IMF dat in 2007 de mondiale groei ongeveer op dat niveau zal blijven. Net als in de afgelopen jaren zullen de opkomende markten in Azië het zowel dit jaar als volgende jaar veel beter doen dan de economieën in andere gebieden, en de inflatie zal laag blijven (figuur 1.1 en 1.2).

In de afgelopen tientallen jaren is het aandeel van landen als China en India in de mondiale productie sterk toegenomen. Op basis van koopkrachtpariteit is China momenteel goed voor 15,4% van het mondiale BBP en staat het land op de tweede plaats, na de vs (20,1%), maar vóór de eurozone (14,5%)². Gemeten in dollars is China nu de op drie na grootste economie, met een aandeel van 5,3% in de mondiale productie, vóór het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en Italië³.

In het licht van de historisch hoge nominale olieprijsen is de aanhoudende economische expansie opmerkelijk. Ondanks de deuk in de reële inkomens die de hoge olieprijsen hebben veroorzaakt, blijken de meeste landen minder kwetsbaar voor schokken in energieprijsen dan eerder verwacht werd. Hoewel de prijzen niet meer zo extreem hoog zijn als in de zomer, blijven hoge en onstabiele olieprijsen een bedreiging vormen voor de wereldeconomie, vooral in combinatie met de aanhoudende onzekerheden aan de aanbodkant. Behalve olie vormen ook de nog steeds toenemende mondiale onevenwichtigheden van lopende rekeningen, de latente protectionistische druk en de verslappende huizenmarkt in een aantal landen negatieve risicofactoren. De lange rente, die na de zomer zowel in de Verenigde Staten als Europa gedaald is, werkt hier als een stootkussen. In de hele wereld is de inflatie duidelijk toegenomen. Hoewel de inflatoire effecten van de duurdere energie tot nu toe beperkt zijn gebleven, is het niet uitgesloten dat effecten alsnog merkbaar worden, zeker als olieprijsen in de nabije toekomst – zoals algemeen verwacht wordt – hoog blijven en het risico op tweede-ronde-effecten blijft bestaan. In een omgeving waar de 'output gap' wordt gedicht, de arbeidsmarkt sterker wordt en (vooral in de vs) de productiviteitsgroei daalt, ligt inflatie op de loer.

De Verenigde Staten

In 2006 bleef de economie in de vs groeien, zij het in een wat lager tempo. Voor 2007 verwacht het IMF een afname van zowel de groei als de inflatie tot 2,9%. De huizenmarkt werd lang beschouwd als het belangrijkste risico voor de economie. Een vertraging van de groei of een daling van de huizenprijzen kunnen een negatief effect hebben op de bouwsector en op de huisaankopen, zoals geïllustreerd wordt door de onverwacht scherpe daling van de huizenbouw in het tweede kwartaal. Het lijkt hoogst waarschijnlijk dat een correctie van de huizenmarkt de consumptie drukt en daarmee ook – met een aandeel van 70% in de totale vraag – de hele economie. De spill-over-effecten naar de economie als geheel lijken tot nu toe echter mee te vallen. De budgettaire verbetering in de Verenigde Staten is verrassend groot. Het financieringstekort van de centrale overheid daalde in het financiële jaar 2006 (tot 30 september) tot 1,9% van het BBP, grotendeels als gevolg van inkomstenmeevallers. De meeste analisten zijn het erover eens dat verdere verbetering alleen in beperkte mate mogelijk zal zijn, gezien de huidige plannen voor uitgaven en belastingen. Evenals in vele andere landen zijn de langetermijnvooruitzichten voor de Amerikaanse begroting slecht⁴. Analisten zijn het erover het algemeen over eens dat het onvermijdelijk is de uitgaven (voor sociale programma's) te beperken en de belastingen te verhogen om de schuld op lange termijn houdbaar te maken.

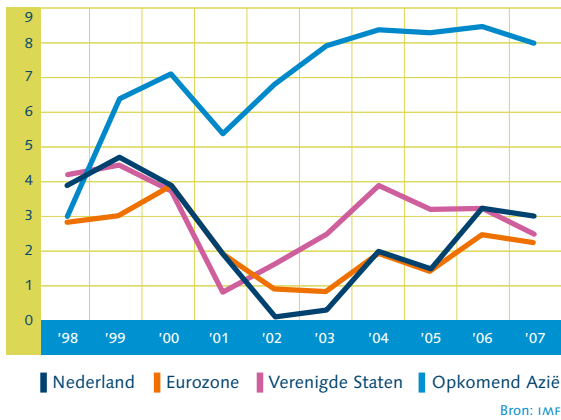
1 De cijfermatige informatie in dit hoofdstuk is afgesloten op 13 november 2006, tenzij anders aangegeven.

2 IMF (2006), 'World Economic Outlook'.

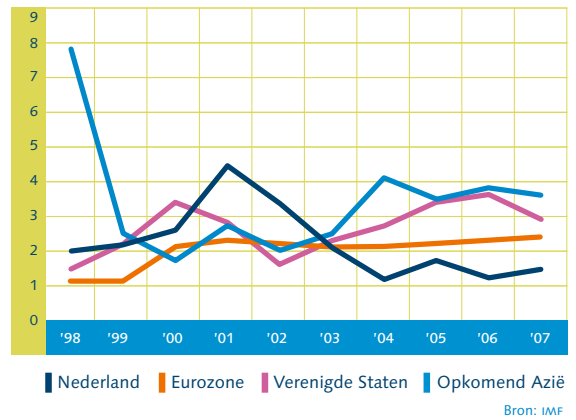
3 Berekeningen gebaseerd op de WEO-database, beschikbaar op www.imf.org.

4 Zie CBO (Congressional Budget Office, 2005), 'The Long-Term Budget Outlook'.

Figuur 1.1 Jaarlijkse BBP-groei, 1998-2007 (%)



Figuur 1.2 Jaarlijkse inflatiepercentages, 1998-2007 (%)



De eurozone

Het herstel in de eurozone zette zich in 2006 voort. Aan het herstel werd behalve door de export nu ook bijgedragen door componenten van de binnenlandse vraag. Na de verwachte groei van ongeveer 2,6% van het BBP dit jaar, zal de groei in 2007 ongeveer hetzelfde zijn als de potentiële groei, die geschat wordt op ongeveer 2%. Het economische herstel in de eurozone wordt ondersteund door een gestage toename, tot een relatief hoog niveau, van het ondernemers- en consumentenvertrouwen en door een constante daling van de werkloosheid (tot 7,7% in 2007). Een belangrijk risico voor de eurozone is de hernieuwde appreciatie van de wisselkoers van de euro – die verband houdt met een mogelijk wanordelijke correctie van de mondiale onevenwichtigheden van lopende rekeningen – en de afgenomen wereldhandel. In het algemeen zou de vermindering van de economie in de vs een negatieve invloed kunnen hebben op de groei in de eurozone. Desondanks lijkt de eurozone nu beter dan in het verleden bestand tegen externe schokken, dankzij voortdurende structurele hervormingen en de verschuiving naar de binnenlandse vraag. Nu de drie grote landen van plan zijn hun overheidsschuld terug te brengen tot ruim onder de 3% BBP-doelstelling, zal het begrotingsbeleid een gering negatief effect hebben op de totale binnenlandse vraag in 2007. Na jaren van langzame consolidatie zal er daarom in de meeste landen zeker verbetering optreden in de budgettaire situatie. Na de verwachte 2,0% in 2006, is de raming van de Europese Commissie dat in 2007 het overheidstekort uitkomt op 1,5% BBP. Gecorrigeerd voor de conjunctuur zal het tekort in 2007 1,2% bedragen; in 2006 was het percentage 1,7. In aanmerking genomen dat het conjunctuurgecorrigeerde tekort in 2002 een hoogte van 2,8% bereikte, is er veel verbeterd. De verschillen tussen de landen blijven echter groot (zie de volgende paragraaf).

1.2 De vooruitzichten voor de Nederlandse economie

De verbetering van de economische situatie in Nederland is boven verwachting. Volgens het CPB stijgt de groei van een gemiddelde van 1,3% in de periode 2003-2005 naar 3,25% in 2006 en 3% in 2007. De Europese Commissie gaat uit van percentages van respectievelijk 3 en 2,9. De exportsector is de voornaamste motor achter de groei, maar ook de particuliere consumptie en de investeringen nemen toe. Factoren die het bedrijfsleven stimuleren om volgend jaar de investeringsuitgaven met bijna 5% te verhogen, zijn een gezonde winstgevendheid en de aanzienlijk verbeterde concurrentiepositie. In twee jaar klom Nederland zes plaatsen omhoog in de 'Global Competitiveness Index' van het 'World Economic Forum', naar de negende plaats. Ook het ondernemingsklimaat verbeterde door de vermindering van het tarief van de vennootschapsbelasting met 9,5 procentpunten in drie jaar en door het aanpakken van de bureaucratie. Als gevolg van een recordaantal optimistische consumenten en een aanzienlijke daling van de werkloosheid, zullen de consumptieve bestedingen

waarschijnlijk de grootste groei sinds 2000 laten zien. Naast de uitstekende groeiperspectieven zijn er ook blijvend gunstige vooruitzichten ten aanzien van de inflatie. Nu de 'output gap' positief wordt, zullen de consumentenprijzen in 2007 waarschijnlijk stijgen met 1,5%, iets meer dan dit jaar. Hierdoor behoort Nederland tot de landen in de eurozone met het laagste inflatiecijfer.

Op basis van wat al bereikt is, stelt de IMF in zijn jongste Article IV Report over de Nederlandse economie dat 'er reden is voor optimisme'. Nederland behoort nu inderdaad tot de groep landen die een grote voorsprong heeft op de eurozone als geheel. In tabel 1.1 wordt dit voor een aantal kernvariabelen geïllustreerd, gebaseerd op de begin november gepubliceerde najaarsprognoses van de Europese Commissie.

Tabel 1.1 Nederland vergeleken met de eurozone

	2006		2007	
	Nederland	Eurozone	Nederland	Eurozone
Groei van het BBP	3,0	2,6	2,9	2,1
Inflatie	1,6	2,2	1,8	2,1
Productiviteitsgroei	1,3	1,2	1,5	0,9
Werkgelegenheidsgroei	1,6	1,4	1,4	1,2
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	3,9	8,0	3,0	7,7
EMU-saldo (% BBP)	0,0	-2,0	0,1	-1,5
Structureel primair saldo(% BBP)	2,9	1,2	2,6	1,7
EMU-schuld(% BBP)	50,5	69,4	47,8	68,0

Bron: 'Economic Forecasts', 6 november, Europese Commissie

Als gevolg van de betere economische prestaties en dankzij een strikt, op consolidatie gericht begrotingsbeleid is de Nederlandse budgettaire situatie aanzienlijk verbeterd. Het tekort van de centrale overheid daalde van 3,1% in 2003 tot 0,3% van het BBP in 2005. Structureel gezien steeg het saldo in deze periode met ongeveer 3 procent van het BBP, wat aangeeft dat er een vastberaden beleid is gevoerd.⁵ In figuur 1.3 en 1.4 is te zien dat Nederland (aangegeven met een pijltje) ook volgend jaar op begrotingsgebied beter zal presteren dan vele andere landen in de eurozone. De Europese Commissie verwacht voor 2006 begrotingsevenwicht en voor 2007 een overschot van 0,1% BBP. Deze verwachting komt in grote lijnen overeen met de verwachtingen van het CPB.

In Nederland is niet alleen succes geboekt met de begrotingsconsolidatie, ook de begrotingspolitiek behoort volgens een IMF-onderzoek over budgettaire transparantie tot de beste⁶.

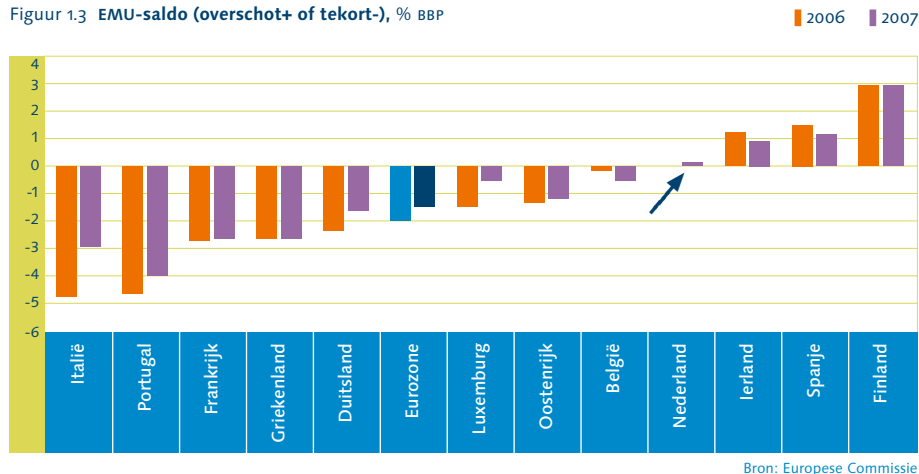
In een onderzoek naar budgettaire transparantie kwam het IMF tot de conclusie dat de Nederlandse praktijken tot de beste behoren. Op elk van de vier algemene beginselen van de code voor begrotingstransparantie haalt of overtreft Nederland de normen voor een goede aanpak:

- De rollen en verantwoordelijkheden van en binnen de overheid zijn duidelijk omschreven en Nederland stelt normen vast voor de beste aanpak;
- Nederland heeft een zeer open en goed begrepen stelsel van begrotingsbeheer;
- De begroting en de verantwoordingsstukken zijn van hoge kwaliteit en geven in een toegankelijk formaat uitvoerige, tijdige en betrouwbare informatie over overheidsactiviteiten;
- De kwaliteitsnormen betreffende de begrotingsgegevens zijn hoog en het institutionele kader voor de integriteitshandhaving van de gegevens en het stelsel van begrotingsbeheer liggen op of dichtbij 'best practice'-niveau.

⁵ Zie IMF (2006), '2006 Article IV Consultation', IMF Country Report nr. 06/283, juli 2006.

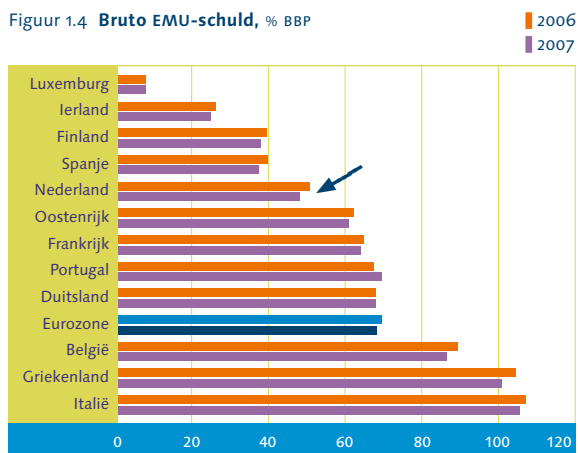
⁶ Zie IMF (2006), 'Netherlands: Report on the Observance of Standards and Codes—Fiscal Transparency Module', IMF Country Report nr. 06/124, maart 2006.

Figuur 1.3 EMU-saldo (overschot+ of tekort-), % BBP



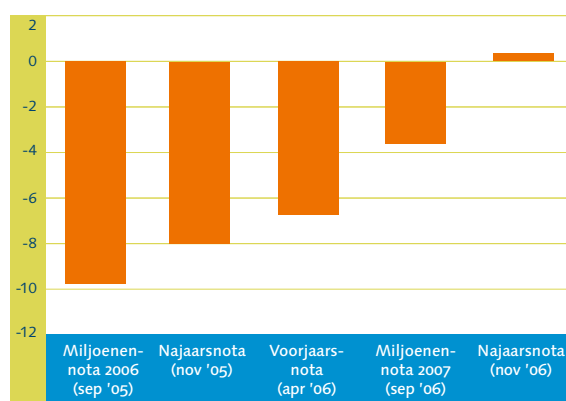
Bron: Europese Commissie

Figuur 1.4 Bruto EMU-schuld, % BBP



Bron: Europese Commissie

Figuur 1.5 Veranderd inzicht in verwacht kassaldo voor 2006 mld. euro



De budgettaire prestaties in het nabije verleden zetten zich ook in de toekomst voort. Terwijl de begroting voor 2006, gepresenteerd in september 2005, gebaseerd was op een EMU-tekort van 1,8% BBP, geven de jongste prognoses in de Najaarsnota (november 2006) een begrotingsoverschot van 0,4% BBP aan.

Ook wat betreft het kassaldo – het relevante begrip voor een schuldenbeheerder – wordt er in 2006 een klein overschot verwacht, van iets minder dan 0,1% BBP (zie hoofdstuk 2⁷). Figuur 1.5 laat zien hoe de verwachtingen over het kassaldo zich ontwikkeld hebben. Voor 2007 geven zowel het EMU-saldo (+0,9 mld. euro) als het kassaldo (+1,9 mld euro) een klein overschot aan. Volgens schattingen van de Europese Commissie wordt zowel voor dit jaar als volgend jaar een structureel overschot verwacht van ongeveer 0,5% BBP. Nederland voldoet hierdoor aan de overeenkomst binnen de EU dat landen moeten streven naar een begroting die vrijwel in evenwicht is of een overschot vertoont.

Onlangs de al doorgevoerde hervormingen (zie hieronder) staat er als gevolg van de vergrijzing nog steeds druk op de houdbaarheid van de overheidsfinanciën, niet alleen in Nederland, maar ook in de meeste andere ontwikkelde landen. Ook in verband met de in november gehouden verkiezingen voor de Tweede Kamer is in Nederland de discussie over de aanpak van de vergrijzing zeer actueel.

7 Het EMU-saldo wordt op transactiebasis vastgesteld; verschillen met het kassaldo zijn een gevolg van financiële transacties en kastransactie-verschillen (bijvoorbeeld vertraagde belastingontvangsten).

Het kabinet trad begin juni af. Hoewel daarna een op het oude kabinet gebaseerd nieuw kabinet is aangetreden, werden voor 22 november verkiezingen uitgeschreven. Namens de Kroon verkennen de politieke partijen op dit moment hoe op basis van de verkiezingsresultaten een nieuw kabinet moet worden gevormd.

Er zijn aanpassingen aan het huidige begrotingsbeleid en aan de kosten voor pensioenen en gezondheidszorg nodig om een 'houdbaar pad' voor de overheidsfinanciën te bereiken. Recente berekeningen van het CPB tonen aan dat, gebaseerd op bestaand beleid, een begrotingsaanpassing van 2 tot 2,25% BBP (12,5 mld. euro) nodig zou zijn om de begroting houdbaar te maken. Er moet nog veel worden gedaan, maar toch behoort Nederland, samen met Ierland, het Verenigd Koninkrijk en Denemarken, volgens het IMF tot de groep succesvolle hervormers waar de rest van de EU veel van kan leren.⁸ Box 1.1 bevat uitgebreide informatie over de economische en financiële consequenties van de vergrijzing en over de beschikbare beleidsmaatregelen.

Box 1.1 De uitdaging van een vergrijzende samenleving

De afhankelijkheidsratio zal in 2040 gestegen zijn tot 43,4%. Deze verhouding is nu 23,4%. Op basis van de huidige begrotingsafspraken heeft het CPB berekend dat de overheidsuitgaven met 7 procentpunten zullen toenemen tot 55% van het BBP in 2040. Hoewel de opbrengsten ook zullen stijgen (met 4 procentpunt), vooral door belastingopbrengsten uit de stijgende inkomsten uit pensioenen van huishoudens, zal tussen nu en 2040 het verschil tussen uitgaven en opbrengsten waarschijnlijk met meer dan 3% van het BBP toenemen. Berekeningen van het houdbaarheidstekort door de Europese Commissie geven soortgelijke resultaten⁹.

Standard & Poor's stelt dat de met de vergrijzing samenhangende begrotingstekorten in veel landen zo groot zullen zijn dat ze niet te verenigen zijn met de huidige credit ratings van landen¹⁰. Vergeleken met andere Europese landen is de budgettaire startpositie van Nederland echter gunstig. Nederland heeft al wezenlijke hervormingen doorgevoerd in het socialezekerheidsstelsel. Op de lange termijn leveren de hervormingen in de arbeidsongeschiktheids- en werkloosheidsuitkeringen een reductie van de overheidsuitgaven op van 2,5 procentpunt. Door maatregelen die de participatie op de arbeidsmarkt bevorderen, zullen de belastingopbrengsten op de lange termijn met 1 procentpunt stijgen. In totaal is door de hervormingen van de laatste jaren de houdbaarheid van de Nederlandse overheidsfinanciën met 3,5 procentpunt gestegen. De druk op de begroting zal verder dalen door de hogere belastingopbrengsten uit particuliere pensioenuitbetalingen en de buffer die gevormd wordt door tegoeden in particuliere pensioenfondsen (kapitaaldeckingsstelsel)¹¹.

Over de noodzaak dat meer moet worden gedaan bestaat brede overeenstemming. De kosten van niets doen zijn hoog. Volledige houdbaarheid kan worden bereikt door een stijging van de overheidsbesparingen. Een andere mogelijkheid is om de toekomstige kosten van de vergrijzing te verlagen of de basis voor de sociale zekerheid te verbreden door een grotere participatie op de arbeidsmarkt. In dat geval is het minder nodig nu de overheidsbesparingen te laten stijgen. Dit zijn conclusies van het CPB. De Studiegroep Begrotingsruimte kwam tot dezelfde conclusies in het rapport 'Vergrijzing en houdbaarheid', dat de vorm heeft van een advies aan het nieuwe kabinet¹². Er zijn drie soorten maatregelen om de overheidsfinanciën op het houdbare pad te brengen: aanpassing van aan de vergrijzing gerelateerde voorzieningen (overheidspensioenregelingen, gezondheidszorg), toename van de participatie op de arbeidsmarkt, en een

8 IMF (2006), 'Reform in Europe: What went right?', in: Finance & Development, september.

9 Europese Commissie (2006), 'Public Finance in EMU 2006'.

10 Standard & Poor's (2006), 'Global Graying: Aging Societies and Sovereign Ratings', Commentary Report, 31 mei.

11 Zie Standard & Poor's (2006), 'Global Graying Country Report: State of The Netherlands', 13 juli.

12 Studiegroep Begrotingsruimte, Twaalfde rapport: Vergrijzing en houdbaarheid, 22 juni 2006.

snellere afbetaling van de staatsschuld. Omdat de eerste twee soorten maatregelen het probleem in de kern aanpakken, vindt de studiegroep dat daaraan prioriteit moet worden gegeven. Uitvoering ervan zou in de komende kabinetsperiode nog niet tot grote budgettaire besparingen leiden, maar op de lange duur wel grote invloed hebben op de houdbaarheid.

De vergrijzing heeft ook grote gevolgen voor de reële economie en de kapitaalmarkten. Uit een onderzoek in 2003 door de Europese Commissie blijkt dat de groei van het BBP per hoofd in de periode 2000-2050 zal dalen met gemiddeld ongeveer 0,4 procentpunt per jaar¹³. Bovendien zal de potentiële groei in de Europese Unie dalen tot ongeveer 1,25%. Als er rekening wordt gehouden met mogelijke negatieve effecten van de vergrijzing op de productiviteit, kan de potentiële groei volgens het rapport dalen tot onder 1%. Hervormingen zijn niet alleen zeer wenselijk vanuit financieel oogpunt, maar ook uit het oogpunt van welzijn.

In een Goldman Sachs-onderzoek uit 2001 werd aangegeven dat wereldwijde vergrijzing tot 2010 een positief effect zou moeten hebben op de kapitaalmarkten, omdat de babyboomers sparen voor hun pensioen¹⁴. Volgens de levenscyclustheorie zullen de spaartegoeden van huishoudens en overheid afnemen als de effecten van de vergrijzing duidelijker worden, en zal het percentage 'ontsparenders' blijven groeien. Ontsparen oefent een neerwaartse druk uit op de kapitaalmarkten, zelfs wanneer (zoals vaak wordt aangenomen) de groei van de investeringen en het BBP vertragen. Hoewel het netto effect onzeker en waarschijnlijk gering is, geven de meeste onderzoeken aan dat ontsparring waarschijnlijk zal leiden tot een lager rendement op aandelen en een hogere reële rente¹⁵. De stijging van de risicovrije rente (de staatsrente) zou ook minder fors kunnen zijn gezien de neiging van gepensioneerden risico's uit de weg te gaan en hun beleggingsportefeuille te verschuiven naar minder riskante beleggingen zoals staatsobligaties. Als gevolg van de hogere risicopremies kan de stijging van de lange rente sterker zijn in landen die geringere begrotingsaanpassingen hebben doorgevoerd, die grote verplichtingen hebben ten aanzien van omslaggefinancierde pensioenen en die een slechts minimaal gefinancierd kapitaaldeckingsstelsel hebben.

1.3 Geld- en kapitaalmarkten

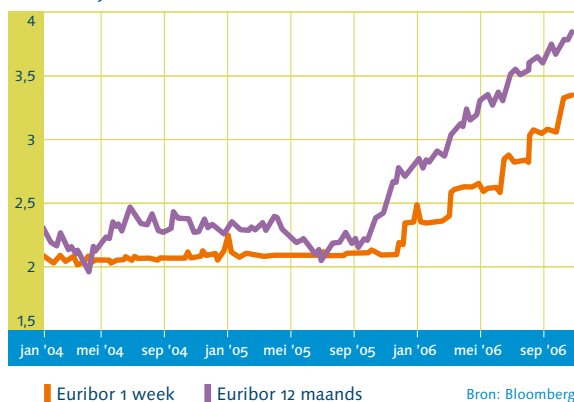
Het jaar 2006 werd gekenmerkt door een wereldwijde monetaire verkrapping. In augustus verhoogde de US Federal Reserve de 'federal funds rate' tot 5,25% en sindsdien is het percentage niet veranderd. Dit betekent dat dit percentage een niveau aangeeft dat past bij de vooruitzichten en risico's voor de Amerikaanse groei en inflatie. De markt verwacht op dit moment dat de Fed het komende jaar een pas op de plaats zal maken, met op de iets langere termijn een lichte tendens naar lagere percentages. De Europese Centrale Bank zette de in december 2005 ingezette verkrappingscyclus door. In oktober werd het herfinancieringspercentage verhoogd tot 3,25%. Als gevolg van de voortdurende zorgen over de inflatoire druk verwachten de meeste analisten dat de ECB het monetaire beleid nog verder zal aanscherpen. De markt prijst een tariefsverhoging in van 25 basispunten in december. Figuur 1.6 geeft een indruk van de Europese geldmarkt.

¹³ Europese Commissie (2003), 'Economic and financial market consequences of ageing populations', Economic Papers, nr. 182.

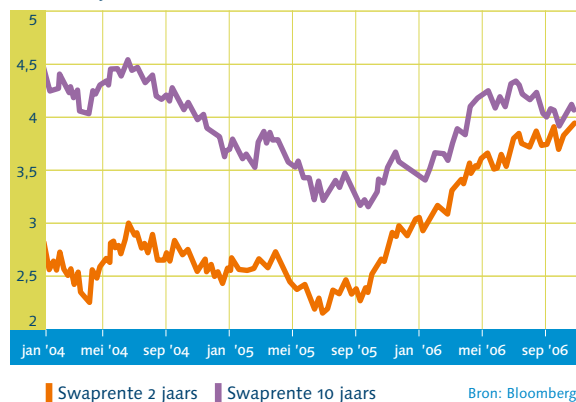
¹⁴ M.M. Culhane (2001), 'Global Aging – Capital Market Implications', Goldman Sachs.

¹⁵ Zie voor een overzicht: ECB (2006), 'Demographic changes in the euro area: projections and consequences', in: 'Monthly Bulletin', October.

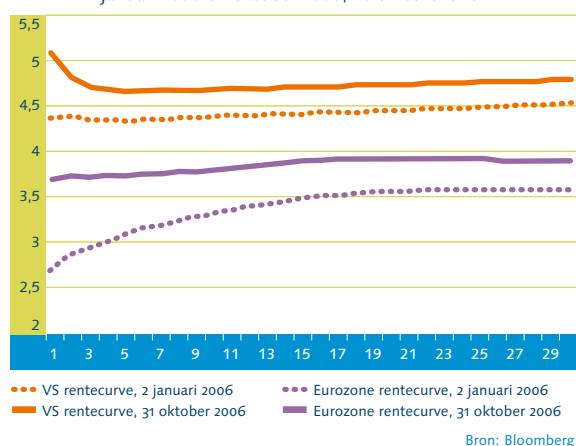
Figuur 1.6 Europese geldmarkt, Euribor 1 week and 12 maands
januari 2004 - oktober 2006



Figuur 1.7 Europese kapitaalmarkt, swaprente 2 en 10 jaars
januari 2004 - oktober 2006



Figuur 1.8 Rentecurve overheid, 1 jaar - 30 jaar
januari 2006 en oktober 2006, vs eurozone



In maart beëindigde de Bank van Japan zijn kwantitatieve verruimende beleid. In juli verhoogde de bank voor de eerste, en tot nu toe enige, keer het officiële rentetarief met 25 basispunten. Daarmee kwam een eind aan zes jaar nultarief voor de officiële rente. De markt verwacht in het komende jaar een verdere, zij het lichte, verkrapping. Gezien het inflatiepeil en de langetermijnverwachtingen voor de inflatie zullen de effectieve rentepercentages in de drie regio's op de korte termijn tamelijk accommoderend blijven.

De gestegen kortetermijntarieven in het afgelopen jaar hebben geleid tot stijgende rentetarieven op de lange termijn, zij het in beperkte mate. In de vs nam de 10-jaarsstaatsrente toe van 4,5% in januari tot 5,2% in juni; half november viel deze weer terug tot 4,6%. In Duitsland steeg de 10-jaarsrente van 3,4% in het begin van 2006 tot ongeveer 3,7% half november.

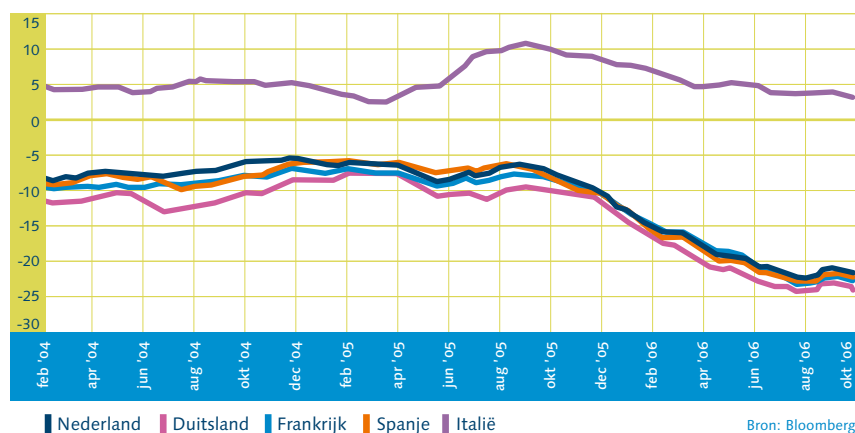
Gedurende het jaar schoof de rentecurve iets naar boven, maar bleef deze betrekkelijk vlak, zowel aan het korte (2 tot 10 jaar) als het lange (10 tot 30 jaar) eind van de curve. Zie figuur 1.8. In sommige gevallen vond er zelfs inversie plaats.

De renteversillen tussen overheden binnen de eurozone zijn tamelijk beperkt gebleven. Als we de Duitse Bund als benchmarklening nemen, deden de Nederlandse staatsleningen het heel goed in 2006. Ook gezien de prijzen voor credit default swaps (CDS's) behoren Nederlandse obligaties tot het meest kredietwaardige schuld papier in Europa. Box 1.2 bevat nadere informatie over verschillen in swapsreads tussen landen met een AAA-rating.

Een gebruikelijke aanpak voor het evalueren van de prestaties van staatsleningen is het vergelijken van de rendementen met de swapcurve. Een lagere (negatieve) swapsread¹⁶ betekent voor een land in absolute termen betere leenvoorwaarden. De huidige analyse van swapsreads in de eurozone richt zich op tienjarige staatsleningen van Nederland, Duitsland, Frankrijk en Spanje, allemaal landen met een AAA-rating.

Uit figuur A blijkt dat de negatieve swapsreads in het vierde kwartaal van 2005 begonnen af te nemen en in 2006 bleven dalen. De swapsread van de 10-jarige DSL verruimde van ongeveer -7 bp in augustus 2005 tot ongeveer -22 bp in oktober 2006. Deze negatieve spreads namen langs de hele rentecurve toe; de grootste verbetering vond plaats in het tienjaarssegment (15 bp), gevolgd door het dertigjaars- (10 bp) en het vijfjaarssegment (5 bp).

Figuur A Swap spreads in de eurozone, basispunten



Verscheidene factoren spelen een rol bij de aanzienlijke verruiming van de spreads. In de eerste plaats worden swapsreads in tijden van stijgende rentetarieven automatisch in absolute termen groter (sterker negatief). Een tweede oorzaak van de afname van de spreads is de opleving van de economie, waardoor de begrotingssaldi verbeteren (zie paragraaf 2). Aan de ene kant vertaalt een betere budgettaire positie zich in een hogere kredietwaardigheid van een land, waardoor de premies voor kredietrisico lager worden. Aan de andere kant is er bij een beter begrotingssaldo een lagere financieringsbehoefte en worden minder staatsleningen uitgegeven. In 2004 bereikte de netto uitgave van staatsleningen in de eurozone een piek, met een volume van bijna 200 mld. euro, maar in 2005 vond er een daling plaats tot ongeveer 100 mld. euro. De netto uitgave in de eurozone zal in 2007 waarschijnlijk ongeveer 85 mld. euro bedragen, het laagste volume sinds de introductie van de euro in 1999. De betere budgettaire positie drukt via beide effecten de rendementen, zodat negatieve swapspreads verruimen (en positieve spreads afnemen).

De daling van de swapsreads was het sterkst in de landen met een AAA-rating. Terwijl de spread van de 10-jarige DSL verruimde van -7 bp in augustus 2005 tot -22 bp in oktober 2006, nam de spread van de 10-jarige Italiaanse AA-benchmark af van +10 bp tot +3 bp. Dit kan worden verklaard door de relatieve onderwaardering in de afgelopen jaren van landen met een AAA-rating; de koersen vormen nog steeds een onvoldoende afspiegeling van de verschillen in de onderliggende fundamentals van de AAA-landen. De onderwaardering had te maken met de lage rentevoet. Hierdoor waren beleggers, op zoek naar rendement, eerder bereid risico's te nemen; dit ging ten koste van de waardering voor relatieve kwaliteit. Nu de rentetarieven weer stijgen, wordt de onderwaardering weer gedeeltelijk gecorrigeerd door de toenemende vraag naar staatsleningen met AAA-rating en lopen de spreads uit.

¹⁶ Voor deze analyse hebben we een Z-spread (Zero volatility spread) gebruikt, die de opbrengst van de lening weergeeft minus de swaprente gecorrigeerd voor couponverschillen en de vorm van de swapcurve.

Een derde motor achter de verruiming van swapspreads heeft met de swapcurve zelf te maken. Omstreeks 2002 stelden Agentschappen in de hele eurozone nieuwe doelstellingen vast voor de verhouding tussen kosten en risico's. Ze kozen voor lagere rentelasten en verminderden de looptijd van hun schuldportefeuilles. De daaruit voortvloeiende toename van de vraag naar 'receiver swaps' leidde tussen 2002 en 2004 tot krappere swapspreads door een verlaging van de swaprente. Toen de looptijd-doelstellingen behaald waren, nam de vraag naar receiver swaps in 2005 en 2006 weer af. Bovendien werd de swapcurve in de loop van 2005 en 2006 vlakker, zodat het relatieve voordeel van een kortere looptijd afnam.

In verband met het lagere aanbod in de eurozone van staatsleningen in 2007, verwachtten sommige analisten dat swapspreads nog verder zullen verruimen. Verwacht wordt dat de swapspread voor de Duitse 10-jarige lening op -30 bp zal uitkomen. Zulke spreads zijn in het verleden wel vaker voorgekomen. De swaphandel ging van start in het midden van de jaren negentig en de markt werd een aantal jaren later liquide. Aan het eind van de jaren negentig schommelden de Duitse swapspreads rondom -30 bp en na de LTCM-crisis gaven ze als gevolg van de vlucht in kwaliteit een verruiming te zien tot -60 bp.

Hoewel bewegingen in de prijzen van activa een aanwijzing kunnen zijn voor toekomstige economische ontwikkelingen, wijzen de prijzen niet altijd duidelijk in dezelfde richting. Sinds begin juli hebben de markten voor staatsleningen zich sterk hersteld en is de 10-jarige Amerikaanse treasury yield naar ongeveer 60 bp gedaald. Toch zijn in de tussentijd de aandelen blijven stijgen, in sommige gevallen tot recordhoogtes (de Dow Jones-index brak in oktober door de grens van 12.000 punten). Het is zeer onwaarschijnlijk dat beide categorieën activa het bij het rechte eind hebben. Stijgende obligatieprijzen kunnen worden verklaard door zorgen over een slechtere conjunctuur, maar dat is geen verklaring voor de opwaartse aandelenbewegingen. Als markten zich echt zorgen zouden maken over de economische cyclus, zouden de aandelenprijzen dalen, niet nog hoger worden. Een gedeeltelijke verklaring voor dit raadsel zou kunnen liggen bij de afgenomen inflatie (ook gerelateerd aan de dalende olieprijs) en in lagere inflatieverwachtingen. Gecombineerd met de toegenomen waarschijnlijkheid dat de eerste maatregel van de Fed accommoderend van aard zal zijn, verschillen de macro-economische verwachtingen die impliciet in de prijs van obligaties en aandelen worden weerspiegeld misschien minder van elkaar verschillen dan eerst werd gedacht.

De meeste analisten verwachten tot het eind van 2007 niet veel beweging in de lange rente. De 'consensus forecasts' voorspellen 4,0% voor november 2007 (Duitse 10-jaars-rente). Toch blijven er verschillen van mening. Sommigen verwachten als gevolg van lagere olieprijs en een vertraagde economische groei zelfs dat de langetermijnrente in de nabije toekomst verder zal dalen. Anderen zijn van mening dat tijdelijke factoren die de inflatie temperen – toegenomen concurrentie, outsourcing, goedkope importen uit de opkomende markten en de uit de IT-wereld voortgekomen daling van de loonkosten per eenheid product – uitgewerkt raken. In dit scenario zal, met de vermindering van het mondiale liquiditeitsoverschot, de lange rente in de toekomst stijgen. Volgens sommigen nadert de 'great bond bull market'¹⁷ zijn einde.

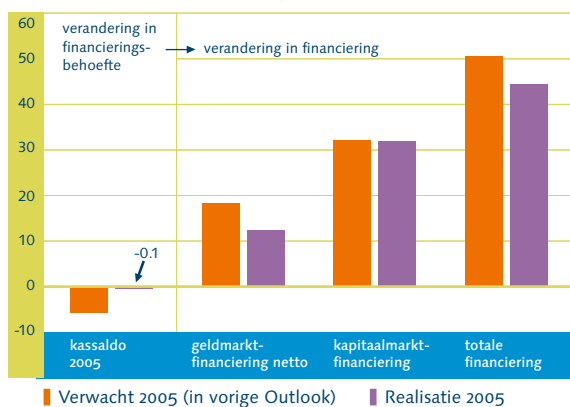
¹⁷ Zie bijvoorbeeld Joachim Fells: 'Get ready for the end of the great bond bull market', in: Financial Times, 21 september 2006.



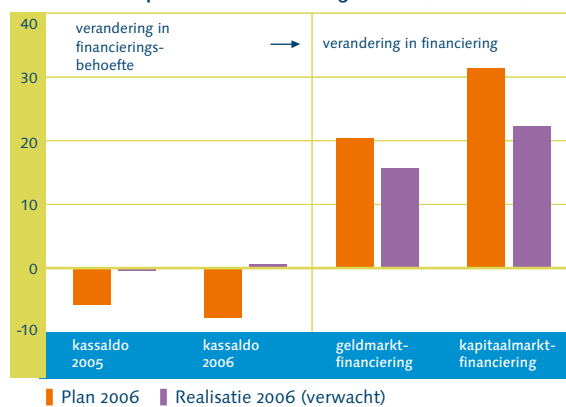
Risicomanagement en financieringsbeleid

Voor 2007 bedraagt de financieringsbehoefte van het Agentschap 41 miljard euro. Om voor voldoende buffer te zorgen zal 23 miljard euro op de geldmarkt worden gefinancierd; het beroep op de kapitaalmarkt wordt geraamd tussen 15 en 22 miljard euro. In 2007 zullen er minder veilingen zijn. Via een DDA zal een nieuwe 10-jarige benchmarklening worden uitgegeven. De 'on-the-run' driejarige en dertigjarige lening zullen worden heropend tot een uitstaand bedrag van ten minste 10 miljard euro.

Figuur 2.1 Verandering in geldmarktfinanciering door lager kastekort (mrd. euro's)



Figuur 2.2 Hogere kassaldi in 2005 en 2006 verminderen geld- en kapitaalmarktfinanciering in 2006 (mrd. euro's)



2.1 Risicomanagement en financieringsbeleid in 2006¹

De vorige Outlook – gepubliceerd half december 2005 – was gebaseerd op een verwacht begrotingstekort van 6 miljard euro in 2005; dit kwam neer op een totale financieringsbehoefte in 2005 van 50,2 miljard euro. Toen de Nederlandse economie zich herstelde, verbeterde de overheidsbegroting in de laatste weken van 2005 in een onverwacht tempo (na publicatie van de Outlook). Het kastekort kwam uit op 0,1 miljard euro, terwijl de Miljoenennota 15 maanden eerder uitgegaan was van een tekort van 12 miljard.

De uitgifte van DTC's was, met een volume van 18,1 miljard euro, aan het eind van het jaar al voltooid. Omdat het kassaldo hoger was dan verwacht, moest geld aan de geldmarkt worden uitgeleend voor in totaal 5,8 miljard euro. Eind 2005 bedroeg het netto geldmarktvolume daardoor 12,3 miljard euro, ruim onder de eerder geraamde 18,1 miljard. Dit lage volume is het gevolg van het standaardbeleid van het Agentschap, dat inhoudt dat onvoorziene afwijkingen van het kassaldo in eerste instantie moeten worden opgevangen door een groter respectievelijk kleiner beroep te doen op de geldmarkt. In figuur 2.1 wordt dit geïllustreerd.

Op 13 december 2005 werd door middel van een omgekeerde toonbankveiling ('reverse tap auction') een inkoopprogramma uitgevoerd. Zonder dit inkoopprogramma had eind 2005 een bedrag groter dan 5,8 miljard aan de geldmarkt moeten worden uitgeleend. Door obligaties terug te kopen, kunnen geld- en kapitaalmarktuitgiftes op een bepaald peil worden gehouden. In zekere zin betekende het inkoopprogramma in december 2005 een ondersteuning van het financieringsplan voor 2006. Er werd een bedrag van bijna 2 miljard euro teruggekocht van drie verschillende obligaties met een evenwichtige verdeling over de DSL-series 2009, 2011 en 2013 (juli). Aangezien de 2013-lening het grootste aanbod liet zien, werd hiervan een relatief groter bedrag teruggekocht.

De selectie van in te kopen leningen kende (en kent) de volgende randvoorwaarden:

- de inkoop moet bijdragen aan een evenwichtig aflossingspatroon in de komende jaren; dit kan helpen het renterisico in bepaalde jaren te verminderen. Daarom werden leningen die in 2007 en 2008 aflopen niet in het inkoopprogramma opgenomen, omdat aflossingen in die jaren al betrekkelijk laag is;
- de leningen moeten na de inkoop een ruime liquiditeit behouden. Dit betekent dat het uitstaande volume op ten minste 10 miljard euro gehandhaafd moet blijven;
- alleen 'off-the-run'-leningen komen in aanmerking voor de inkoopoperatie; in 2005 uitgegeven leningen werden er niet in opgenomen.

¹ De cijfermatige informatie in dit hoofdstuk is afgesloten op 17 november 2006, tenzij anders vermeld.

Overloop van 2005 naar 2006

De uitzettingen per ultimo 2005 op de geldmarkt – in feite doordat er in 2005 meer overheidspapier is geplaatst dan nodig was – hebben consequenties voor het volgende boekjaar (2006). Ten eerste daalde, als een fait accompli, het basisrisicobedrag – de voornaamste doelvariabele in het huidige kader voor risicomanagement van de rijksoverheid (zie box 2.1) – tot onder de 9%. Achteraf gezien bleek de balans tussen kosten en risico suboptimaal te zijn.

Box 2.1 Basisrisicobedrag als maatstaf voor blootstelling aan renterisico's

De belangrijkste stuurvariabele binnen het huidige risicomanagement van de staatsschuld is het zogenaamde basisrisicobedrag of het bedrag waarover de rente (opnieuw) moet worden vastgesteld. Dit is het bedrag dat in een bepaald jaar wordt blootgesteld aan het risico van veranderingen in de rentevoet. Het basisrisicobedrag bestaat uit de aflossingen op de geld- en kapitaalmarkt en de swapportefeuille waarvoor binnen het jaar de rente wordt herzien (de 6-maands Euribor). Aangezien het Agentschap geen controle heeft over het begrotingssaldo, maakt dit saldo geen deel uit van het basisrisicobedrag. Het is van belang op te merken dat het basisrisicobedrag voor jaar t wordt bepaald aan het eind van jaar $t-1$. Het (opnieuw) vaststellen van de rente wordt zowel in absolute termen als in verhouding tot het BVP geanalyseerd. Door het risicobedrag door de jaren heen constant te houden, bijvoorbeeld door een gelijkmatig aflossingsprofiel, blijft de onzekerheid van een renteverandering voor de begroting beheersbaar. Het doel van de rijksoverheid is het risicobedrag constant op 9% van het BVP te houden. Deze 9% is de maximale herfinanciering die nog te rijmen is met het aanvaardbaar geachte begrotingsrisico. Het is ook het minimumbedrag aan herfinanciering dat nagestreefd moet worden. Ieder herfinancieringsbedrag onder de grens van 9% zou langere looptijden betekenen, wat – uitgaande van een stijgende rentecurve – gemiddeld te kostbaar zou zijn. Door het bedrag waarvoor de rente opnieuw moet worden vastgesteld te relateren aan het BVP, wordt het risico gekoppeld aan de capaciteit die beschikbaar is om dit risico te dragen. Omdat de belastingopbrengsten toenemen als het BVP stijgt, kan het absolute renterisico ook groter zijn, aangezien er extra middelen zijn om een mogelijke renteschok op te vangen. Het basisrisicobedrag is het centrale element dat wordt onderzocht in de huidige herijking van het Nederlandse kader voor risicomanagement (zoals uitgelegd in hoofdstuk 3.1).

In de tweede plaats hebben de geldmarktuitzettingen aan het eind van 2005 ook de financieringsbehoefte voor 2006 verminderd. Het oorspronkelijke financieringsplan voor 2006 voorzag een toename in financiering op de geldmarkt met 2,2 mld. euro, van 18,1 mld. eind 2005 tot 20,3 mld. eind 2006. Dankzij een beter kassaldo in 2005 dan voorzien, bedroeg eind 2005 het feitelijke geldmarktvolume 12,3 mld. euro. Om opnieuw voor voldoende buffer te zorgen werd begin dit jaar besloten om te streven naar een geldmarktvolume van ongeveer 18 mld. euro aan het eind van 2006 (een toename van 5,7 in plaats van 2,2 mld. euro). Door opeenvolgende begrotingsmeevalers in 2006 is dit volume aan het eind van het jaar op een lager bedrag uitgekomen, namelijk op 15 tot 16 mld.

De onverwachte verbetering van het kassaldo ultimo 2005 en de daaropvolgende noodzaak de financiering op de geldmarkt aan te vullen, beïnvloedden ook het beroep op de kapitaalmarkt in 2006. Het lenen op de kapitaalmarkt werd verder beperkt door een verbeterende begroting. Volgens de meest recente officiële schatting in de Najaarsnota verbeterde het kassaldo door de hoge economische groei en de rijkelijk vloeiende aardgasbaten. In plaats van een begroot tekort van 8 mld. euro was er een klein overschot van 254 mln. euro. Figuur 2.2 illustreert het effect op de financiering.

Financiering in 2006

Op de kapitaalmarkt werd in januari een nieuwe 3-jarige lening geïntroduceerd en vervolgens heropend in maart, april en november. Zoals met alle leningen is het de bedoeling dat heropeningen het totale volume tot minimaal 10 mld. euro verhogen. Medio 2006 werd duidelijk dat het bereiken van dit volume in 2006 voor de nieuwe 3-jarige lening niet langer mogelijk was.

In september werd besloten het schema van de heropeningen te temporiseren. Met een totaalbedrag van 7,5 miljard euro dat uitstaat, zal de 3-jarige DSL begin 2007 een volume van tenminste 10 mld. bereiken. In 2006 werd de 30-jarige lening (januari 2037), die in 2005 werd geïntroduceerd, ook eenmaal heropend. Bovendien werd in 2006 een innovatieve strategie onder de naam 'revival van de 2023' gelanceerd. Box 2.2 gaat over de ervaringen van dit jaar met de revival van de 2023.

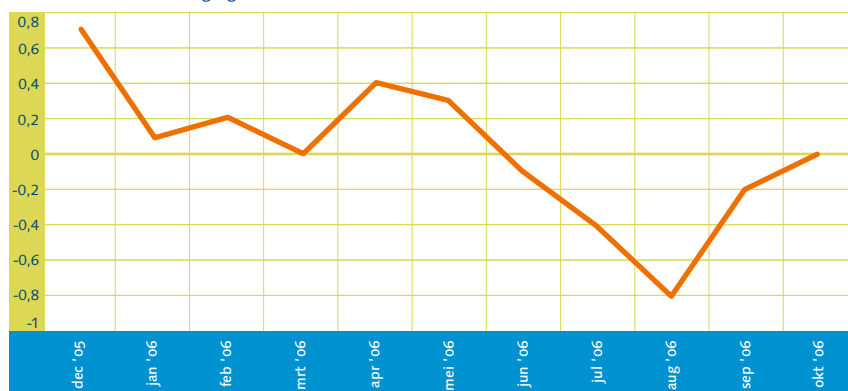
Box 2.2 Revival van de DSL 2023

Het jaar 2006 was het jaar van de succesvolle revival van de DSL 2023. Door een nieuw benchmarkpunt tussen de 15 en 20 jaar te creëren, droeg de revival bij aan de ontwikkeling van een complete en liquide curve.

De revival werd gestart met de uitgifte van 2,3 mld. euro van een nieuwe DSL 2023. De nieuwe lening, met de marktconforme 3,75%-coupon, werd gecreëerd met dezelfde modaliteiten als de 'oude' 2023-lening met 7,5%-coupon. Met deze uitgifte werd een strip- en de-stripfaciliteit beschikbaar gesteld. De strips van de twee leningen werden uitwisselbaar gemaakt om arbitrage tussen de oude en de nieuwe lening mogelijk te maken. Beleggers kregen de mogelijkheid om de oude 2023-lening te strippen en twee nieuwe 3,75%-leningen samen te stellen. Om dit proces mogelijk te maken veilde het Agentschap in maart en juni extra hoofdsommen. De omvang van de nieuwe 2023 is in de loop van de tijd toegenomen door conversie van de oude in de nieuwe 2023 (bijvoorbeeld door de extra hoofdsomveilingen tezamen met (de-)stripping). Ultimo oktober was het uitstaande volume van de nieuwe 2023-lening 6 mld. euro.

Voor zowel de markt als het Agentschap zijn de resultaten van de revival bevredigend. Een volume van meer dan 12 mld. euro in het 2023-segment stemt mooi overeen met de liquiditeitsbenchmark van ten minste 10 mld. euro. Bovendien is de spread tussen de DSL 2023 en de Franse OAT 2021 (de benchmark van het segment) omgeslagen van +0,7 basispunten in december 2005 tot -0,8 basispunten in augustus, om vervolgens in oktober 2006 op nul uit te komen. Dit heeft voor de eindbelegger waarde gecreëerd. Beleggers maken nog steeds actief gebruik van de (de-)stripfaciliteit. Te zijner tijd zal worden bekeken of een soortgelijke of licht afwijkende revivalstrategie voor de 2028-lening (de 30-jarige lening geplaatst in 1998) moet worden opgezet.

Figuur Spread tussen DSL 2023 en OAT 2021, vanaf aankondiging van de revival in december 2005 tot oktober 2006



Net als ieder jaar werd in 2006 een nieuwe 10-jaars benchmarklening geplaatst via een Dutch Direct Auction (DDA). De uitgifte was in eerste instantie gepland voor maart of april, maar in verband met het liquiditeitspatroon gedurende het jaar en het aflossingsprofiel in 2006 werd de DDA tot juli uitgesteld. Drie Primary Dealers – ABN Amro, Credit Suisse en Fortis – vervulden de rol van adviseur. Er was een gezonde vraag naar deze nieuwe benchmarklening, met op moment van sluiting een totaal inschrijvingsbedrag van ongeveer 12 mld. euro. Er werd in totaal 5,1 miljard euro toegewezen, waarvan 50% aan ‘real money’-accounts. De spread werd vastgesteld op 2 basispunten boven de Duitse referentielening. Door achtereenvolgende heropeningen in september en oktober ligt het volume van deze lening nu net boven de 10 miljard euro.

Het (nominale) beroep op de kapitaalmarkt van 23,2 miljard euro in 2006 kwam duidelijk beneden de in december 2005 aangegeven range van 28 tot 35 miljard euro uit. Tabel 2.1 geeft een overzicht van het kapitaalmarktberoep in 2006.

Tabel 2.1 Kapitaalmarktberoep in 2006

	DSL	Nominaal bedrag (mld. euro)	Effectief rendement
januari	2,75% DSL per 15 april 2009	1,935	2,91
februari	3,75% DSL per 15 januari 2023	2,273	3,71
maart	2,75% DSL per 15 april 2009	1,946	3,32
maart	hoofdsom 15 januari 2023	1,045	3,93
april	2,75% DSL per 15 april 2009	2,005	3,45
mei	4,0% DSL per 15 januari 2037	1,825	4,29
juni	hoofdsom 15 januari 2023	0,520	4,19
juli	4,0% DSL per 15 Juli 2016 (DDA)	5,103	4,10
augustus			
september	4,0% DSL per 15 Juli 2016	2,187	3,85
oktober	4,0% DSL per 15 Juli 2016	2,755	3,79
november	2,75% DSL 2006 per 15 april 2009	1,625	3,69
Totaal		23,2	

DTC-uitgifte

De DTC-emissiekalender voor 2006 kende het gebruikelijke patroon. Het Agentschap streeft naar optimale transparantie door de samenstelling van de DTC-emissies voor wat betreft looptijden te standaardiseren. Ieder kwartaal werden twee nieuwe 6-maandsprogramma's en één nieuw 12-maandsprogramma geïntroduceerd en bestaande programma's heropend, zodat de DTC's in feite worden uitgegeven in segmenten van 3, 6, 9 en 12 maanden. DTC-veilingen werden steeds op iedere eerste en derde maandag van de maand gehouden. Tot oktober 2006 haalde het Agentschap bruto een totaal bedrag van 60 miljard euro op (exclusief aflossingen).

Het uitstaande DTC-volume laat de invloed van het seizoen zien. In het algemeen is het volume het hoogst in de zomermaanden. Zo werd in juli 2006 in de grootste DTC-veiling ooit 6,1 miljard euro geleend in het kader van het programma van 31 oktober 2006. Dit recordvolume kan enerzijds worden verklaard door een recordbedrag aan interestbetalingen en aflossingen op 15 juli (ongeveer 18 miljard euro) en anderzijds het ontbreken van een naburige emissie op de kapitaalmarkt. In de tweede helft van september bereikte het volume aan uitstaande DTC's een recordhoogte van 31,8 miljard euro. Verwacht wordt dat het DTC-volume tegen het eind van het jaar afneemt tot 15 of 16 miljard.

Tabel 2.2 **Geschatte totale financieringsbehoefte en dekking**, miljarden euro's (in kastermen)

	2006	2007
Samenstelling		
Kapitaalmarktaflossingen	25,9	27
Geldmarkt ultimo voorgaand jaar	12,3	15,6
Kassaldo	+0,3	+1,9
Totaal	37,9	40,7
Dekking		
Kapitaalmarkt	22,3	18,0
Geldmarkt	15,6	22,7
Totaal	37,9	40,7

2.2 Uitgifte in 2007

Het kassaldo in 2006 heeft effect op het geldmarktvolume eind 2006 en beïnvloedt daardoor de totale financieringsbehoefte in 2007. Dit verband werd in de vorige paragraaf uitgelegd. Bovendien is de kaspositie in 2007, nu geraamd op een overschot van 1,9 miljard euro, direct van invloed op de totale financieringsbehoefte in 2007. Ontwikkelingen in het kassaldo zijn van nature veranderlijk en onzeker, en de geldmarkt vervult hierin een belangrijke bufferfunctie. Als de verbetering van het kassaldo groter is dan verwacht, kan zowel de liquiditeit op de geldmarkt (DTC's) als de 9%-doelstelling voor het basisrisicobedrag in gevaar komen. Flexibiliteit van het financieringsplan is dus noodzakelijk. In het financieringsplan voor 2007 krijgt flexibiliteit extra aandacht.

Financieringsbehoefte

De aflossingen op de kapitaalmarkt bereiken in 2007 een niveau van 27 mld. euro. Het geldmarktvolume eind 2006 wordt nu geraamd op 15 tot 16 miljard euro. Met een kasoverschot van 1,9 miljard euro in 2007 betekent dit een totale financieringsbehoefte van rond 41 mld. euro. Vergeleken met 2006 neemt de geldmarktfinanciering toe met ongeveer 7 mld. euro tot rond 23 mld. euro per ultimo 2007. De stijging van het geldmarktvolume is relatief groot met het oog op het opbouwen van een buffer voor toekomstige veranderingen in het kassaldo en om het basisrisicobedrag in 2008 naar 9% van het BBP te sturen. Dit betekent dat de uitgifte op de kapitaalmarkt nu wordt geraamd op 18 mld. euro (tabel 2.2). In 2007 is de marge voor het beroep op de kapitaalmarkt 15 tot 22 mld. euro.

Indien er later in dit jaar of in 2007 meevallers zijn in de begroting, zal het geldmarktvolume in eerste instantie worden verlaagd. Het kapitaalmarktberoep zal toenemen ingeval het kassaldo lager is dan verwacht.

Uitgifte van Dutch State Loans in 2007

De 30-, 10- en 3-jarige leningen vormen de hoekstenen van het Nederlandse uitgiftebeleid. Het streven is om het uitstaande volume van iedere lening zo spoedig mogelijk op een niveau van minimaal 10 miljard euro te brengen, bij voorkeur binnen het (kalender)jaar van de uitgifte. Aan dit laatste criterium kon niet worden voldaan voor de in 2006 uitgegeven 3-jarige lening. Het beperkte beroep op de kapitaalmarkt staat slechts één volledige benchmarklening voor 2007 toe. In 2007 zal geen nieuwe 3-jarige lening worden uitgegeven.

Het grootste gedeelte van het kapitaalmarktberoep zal worden gedekt door de uitgifte van een nieuwe lening met een looptijd van 10 jaar. In de loop van 2007 zal de

Tabel 2.3 **Basisrisicobedrag**, miljarden euro's en % BBP

	2006	2007
Kapitaalmarktaflossingen	25,9	27,0
Geldmarkt ultimo voorgaand jaar	12,3	15,6
Effect van swapportefeuille	4,0	7,0
Totaal basisrisicobedrag	42,2	49,6
BBP (geraamd)	529	554
Basisrisicobedrag % BBP	8% (gerealiseerd)	9% (geraamd)

lening een uitstaand volume bereiken van tenminste 10 miljard euro. Deze nieuwe 10-jarige benchmarklening wordt in juni of juli geplaatst door middel van een Dutch Direct Auction. In het eerste kwartaal heropent de Nederlandse Staat voor het laatst de 3-jarige april 2009-lening om daarmee deze lening de vereiste benchmarkomvang te geven. Het Agentschap gaat ook door met uitgifte in het lange segment door tweemaal de 30-jarige lening te heropenen die in 2005 werd uitgegeven. Dit brengt de 2037-lening – die in 2007 exact een 30-jarige lening is – tot boven de 10 miljard euro. Wanneer er voldoende vraag is vanuit de markt, zullen nieuwe hoofdsommen voor de in 2006 geïntroduceerde DSL 2023 worden uitgegeven. Door de relatief geringe kapitaalmarktbehoefte in 2007 is het aantal veilingen (toonbankveilingen en DDA) beperkt tot zes. In principe worden DSL's om de andere maand op de tweede dinsdag geveild. Vier van de zes tussenliggende maanden worden aangehouden als reserve-data voor toonbankveilingen en deze kunnen worden ingevuld als de begrotings-situatie verslechtert of als er vraag is naar 2023-hoofdsommen. De uitgiftekalender is opgenomen aan het eind van dit hoofdstuk. Meer details over de uitgiften worden aangekondigd door middel van publicaties en persberichten, bijvoorbeeld de kwartaalkalenders voor DSL's en DTC's.

In 2007 geeft de Nederlandse Staat voor het eerst in de geschiedenis Euro Commercial Paper (ECP) uit. Het plan is om het uit te geven in euro's en – als dit een kostenvoordeel oplevert – in buitenlandse valuta, mogelijk Amerikaanse dollars en/of Britse ponden. Op de geldmarkt zal ECP bestaan naast DTC's en daggeld (deposito's). Hoofdstuk 3.3 gaat nader in op de overwegingen om ECP uit te geven.

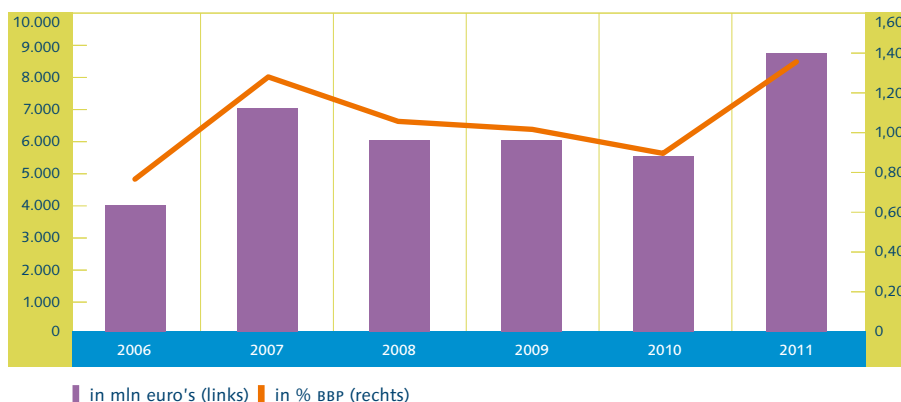
Basisrisicobedrag en swaps

In Box 1 werd uitgelegd dat het basisrisicobedrag voor volgend jaar mede wordt bepaald door het geldmarktvolume per ultimo van dit jaar, de kapitaalmarktaflossingen en de renteswapportefeuille. Zie Tabel 2.3.

De ervaring in 2005 heeft geleerd dat het sterk kan afhangen van de ontwikkelingen in het kassaldo aan het eind van het jaar of de doelstelling van 9% van het BBP wordt gehaald. Zoals het er nu voor staat, zou het nagestreefde risicobedrag van 9% BBP voor 2007 precies worden gehaald. Behoudens sterke afwijkingen van wat op dit moment wordt verwacht, moet de 9%-doelstelling haalbaar zijn. Pas op 31 december 2006 wordt duidelijk of de 9%-doelstelling voor 2007 is gehaald.

Renteswaps worden gebruikt om het uitgiftebeleid te scheiden van het beheer van het renterisicomanagement. Daardoor kan het uitgiftebeleid zich in hoofdzaak concentreren op het opbouwen van series van 'liquide leningen'. Renteswaps kunnen

Figuur 2.3 Effect van swaps op het basisrisicobedrag



worden gebruikt om de vaste-renteperiode van een lening te veranderen of om te ‘swappen’ van vast naar variabel (en vice versa). Door te swappen van een vaste naar variabele rente neemt het renterisico toe (en de duration af) omdat over een groter deel van de schuld een rentetarief moet worden betaald dat in het heden wordt vastgesteld.

De swapportefeuille van de Nederlandse Staat is in de loop van de tijd aanzienlijk gegroeid. Tabel 4 (Statistische bijlage) geeft een overzicht van het aflossingsprofiel van de swaps. Uit dit overzicht kan worden geconcludeerd dat half november de nominale waarde van de receiverswaps in portefeuille 24,1 miljard euro bedroeg en dat de payerswaps een totale waarde hebben van 17,1 miljard euro. Het verschil tussen deze twee bedragen is opgenomen in de berekening van het basisrisicobedrag. Figuur 2.3 toont het effect van de huidige swapportefeuille op het basisrisicobedrag voor 2006 en de daaropvolgende vier jaren.

Uitgifte van Dutch Treasury Certificates in 2007

Elk kwartaal worden twee nieuwe 6-maandsprogramma's en één nieuw 12-maandsprogramma geïntroduceerd. DTC-veilingen vinden twee keer per maand plaats, op de eerste en de derde maandag. In 2007 beginnen de veilingen om 11 uur (i.p.v. 11.30 uur, zoals in 2006) en ze sluiten om 11.30 uur. De (voorlopige) uitgiftekalender voor het gehele jaar staat aan het eind van dit hoofdstuk.

De DTC-kalender voor 2007 verschilt lichtelijk van die in voorgaande jaren, om te streven naar gemiddeld grotere uitgiftes:

- er worden bij elke veiling twee programma's aangeboden; het Agentschap heeft besloten de gewoonte op elke eerste veiling van het kwartaal drie programma's aan te bieden, los te laten;
- na de eerste lancering zullen 12-maandsprogramma's in de loop van de tijd vijf in plaats van zes keer worden heropend;
- nieuwe 12-maandsprogramma's zullen worden aangeboden op de eerste veiling van elk kwartaal. Deze programma's zullen, in tegenstelling tot voorgaande jaren, niet op de daaropvolgende veiling worden heropend, maar pas in de tweede helft van het kwartaal.

2.3 Veilen op de Nederlandse manier

Zoals de meeste staten, gebruikt de Nederlandse Staat veilingen om de financieringsbehoefte te dekken, maar ook als prijsvormingsmechanisme. In 2006 werd de totale financieringsbehoefte van 38 mld. euro gedekt door middel van ongeveer 34 veilingen. Van deze 34 waren er 24 ingepland voor schatkistpapier (waarbij de uitge-

geven volumes gedurende het jaar verscheidene keren worden afgelost en opnieuw gefinancierd) en tien voor obligaties. De Nederlandse Staat streeft naar doorzichtige, voorspelbare en marktgebaseerde uitgiftes als beste basis voor geslaagde veilingen. Het Agentschap gebruikt drie verschillende veilingmethodes, die een eerlijke concurrentie waarborgen.

- De DTC's worden gemiddeld één keer per twee weken via een 'single price'-systeem geveild.³ Binnen de eurozone is deze manier van veilen van schatkistpapier uniek. In de meeste landen wordt hiervoor een 'multiple price'-systeem gehanteerd. Primary Dealers and Single Market Specialists doen hun biedingen via Bloomberg. Alleen het Agentschap heeft volledige inzage in het orderboek en besluit hoe veel het wil toewijzen tegen een bepaalde 'cut-off yield', binnen een vooraf bekendgemaakte bandbreedte. Nominale biedingen met een rente onder de cut-off yield worden volledig toegewezen. Nominale biedingen met een rente die gelijk is aan de cut-off yield worden volledig of gedeeltelijk toegewezen. Door dit type veiling te hanteren wordt de 'winner's curse' vermeden⁴. Doordat het Agentschap de toegewezen hoeveelheid onmiddellijk na de veiling bekendmaakt, is er heel weinig onzekerheid over de toewijzing. Deze veiling staat internationaal bekend als een 'Dutch auction', vanwege de uniforme prijs.⁵
- Voor grote eerste uitgiftes van nieuwe benchmarkleningen met een langere looptijd gebruikt het Agentschap de zogenaamde DDA-techniek. Deze Dutch Direct Auction werd in 2003 geïntroduceerd om de eindbelegger rechtstreeks te kunnen bereiken. Bovendien geeft dit type veiling het Agentschap de mogelijkheid tot directe uitgifte van een liquide bedrag in een nieuwe lening. De DDA is een op regels gebaseerd systeem met elementen uit zowel een Dutch auction als een syndicaat. Het verschijnsel 'winner's curse' speelt hier geen rol, omdat er een uniforme prijs is, zoals bij een Dutch auction. Het boekbuilding-proces, het feit dat het Agentschap aan sommige accounts voorrang geeft boven andere en dat het over Primary Advisors beschikt, zijn kenmerken van een syndicaat. Eindbeleggers kunnen bieden via de 13 Primary Dealers. Tegen de 'cut-off-prijs' krijgen 'real money'-beleggers, zoals centrale banken en pensioenfondsen, voorrang boven andere accounts, bijvoorbeeld hedgefondsen en andere trading desks. De prijs van de nieuwe uitgifte wordt gevormd op basis van een benchmarklening, zoals de Duitse Bund. Met het oog op prijsvorming wordt voorafgaand aan de veiling een 'spread range' aangegeven. Deze marge kan tijdens de veiling steeds worden aangepast aan veranderingen in de vraag of door gewijzigde marktomstandigheden. De toewijzingen worden alleen op de geboden prijs gebaseerd, terwijl bij de cut-off-prijs real money-beleggers voorrang krijgen.
- Alle DSL's worden heropend door middel van toonbankuitgiftes (ook wel tapveilingen genoemd). Dit soort veilingen wordt ook gebruikt voor initiële openingen van kortlopende leningen, bijvoorbeeld een nieuwe 3-jarige lening.

3 Uit een onderzoek van Bartolini and Cottarelli (1997), 'Designing effective auctions for Treasury securities', bleek dat van de 42 onderzochte landen er veertig geen 'single price'-systeem hadden. De VS stapten in 1998, op advies van Merton Miller en Nobelprijswinnaar Milton Friedman, naar dit systeem over.

4 Men spreekt van een 'winner's curse' als de hoogste bidders op een veiling uiteindelijk het bedrag dat ze geboden hebben betalen, terwijl dat hoger is dan de reële waarde van de aanwinst en hoger dan wat anderen betalen.

5 Van oudsher wordt een Dutch Auction beschreven als een veiling waarbij de veilingmeester begint met een uitzonderlijk hoge prijs en daarna omlaag gaat met de prijs tot er een bod wordt gedaan. Daarom is het een 'single price'-veiling. Deze manier van veilen wordt altijd gebruikt bij de beroemde Nederlandse bloemenveilingen. De oorsprong ervan ligt in de tulpenveilingen van de zeventiende eeuw. Veilingen gaan echter nog verder terug in de geschiedenis. Men zegt dat Herodotus heeft geschreven dat omstreeks 500 v. Chr. mannen in Babylonië een bod uitbrachten op vrouwen die ze tot hun echtgenote wilden nemen. Die veiling was trouwens geen Dutch auction, maar een Britse... Zie Maasland and Onderstal (2006), 'Going, Going, Gone! A swift tour of auction theory and its applications', in: De Economist 154, nr. 2.

Het Agentschap zet een prijs in het MTS-beeldscherm. Het kan, en zal ook, de prijs aan de marktcondities aanpassen. Als Primary Dealers de prijs aantrekkelijk vinden, kunnen ze erop ingaan. De koop is dan gesloten. Als het Agentschap het gewenste bedrag heeft bereikt (door middel van een vooraf vastgestelde ‘target range’), wordt de veiling gesloten. In tegenstelling tot een Dutch Auction is dit een ‘multiple price’-veiling. Het voordeel van de toonbanktechniek voor de deelnemers is dat ze onmiddellijk weten hoe groot hun aankoop is, tegen welke prijs, zodat ze zich onmiddellijk tegen het renterisico kunnen indekken.

Conclusie

Over het algemeen is er geen optimale veilingstrategie. Ook in verscheidene wetenschappelijke artikelen is daarop gewezen⁶. Statistisch gezien zijn er geen verschillen tussen de verschillende methodes. Toch is waarschijnlijk voor bepaalde producten en marktcondities de ene veilingmethode iets beter dan de andere. Daarom gebruikt het Agentschap drie verschillende typen veilingen voor de verschillende soorten producten en volumes die het wil plaatsen. Het Agentschap werkt voortdurend aan de verbetering en stroomlijning van de veilingmethoden en -processen.

2.4 Ontwikkelingen in primaire en secundaire markten

Het Agentschap streeft naar optimale transparantie bij primaire uitgiften. Het is van groot belang dat het op een eerlijke en transparante wijze betrouwbare informatie verschaft over zijn strategie en financieringsbehoefte. Het Agentschap is ervan overtuigd dat transparantie en continuïteit een gunstige invloed hebben op de financieringskosten.

Het Agentschap evalueert van tijd tot tijd het functioneren van de Primary Dealers en de Single Market Specialists op de primaire markten. Deze evaluatie wordt onder andere gebaseerd op de aantallen DSL's en DTC's die op de veilingen worden afgenomen. Hieronder staat de top vijf vermeld van de meest actieve deelnemers op zowel de primaire DSL-markt als de primaire DTC-markt.

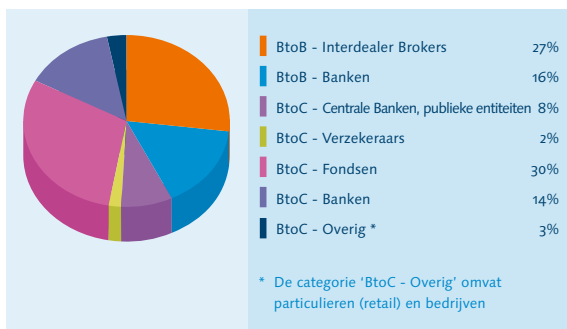
Top 5 Primary Dealers voor DSL's gebaseerd op primaire uitgifte, januari - 17 november 2006
Fortis
ING
Société Générale
ABN Amro
Credit Suisse

Top 5 Primary Dealers en Single Market Specialists voor DTC's gebaseerd op primaire uitgifte, januari – 17 november 2006
ING
ABN Amro
Société Générale
Royal Bank of Scotland
Credit Suisse

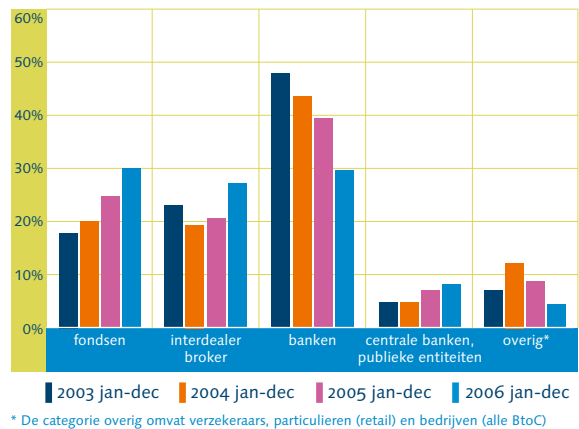
Het Agentschap erkent ook het belang van goed functionerende secundaire markten, ook vanuit beleggersoogpunt. Op de secundaire markt kan de Staat echter slechts faciliteren. Het Agentschap ondersteunt markten door de keus te maken het uitstaande volume van nieuwe leningen op minimaal 10 miljard euro te brengen en door leningen met een aantrekkelijke looptijd uit te geven. Het Agentschap bevordert via afspraken tussen dealers (‘inter-dealer commitments’) ook de prijsvorming. Primary Dealers hebben de mogelijkheid gebruik te maken van de repo-faciliteit om van het Agentschap DSL's en DTC's te verkrijgen die nog niet een uitstaand volume van 10 mld. euro hebben bereikt. Primary Dealers betalen een premie van 25 basispunten voor deze ‘lender of last resort’-faciliteit.

⁶ Zie bijvoorbeeld Klemperer (2000), ‘Why every economist should learn some auction theory’.

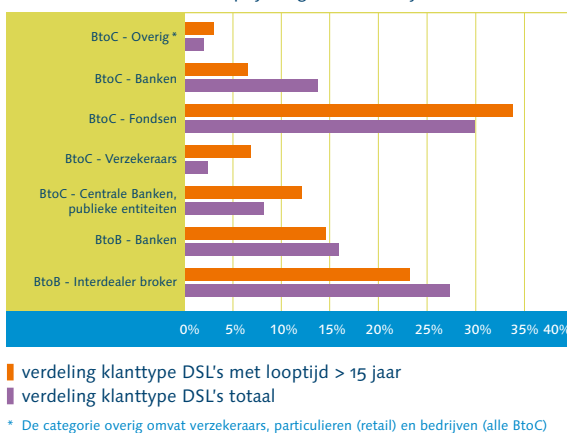
Figuur 2.4 Verdeling klanttype secundaire markthandel DSL's, januari-september 2006



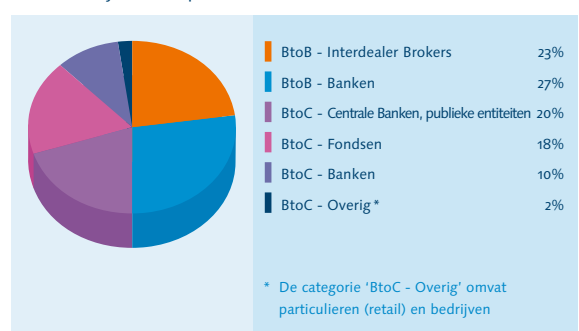
Figuur 2.5 Aandeel per klanttype in secundaire markthandel DSL's



Figuur 2.6 Verdeling DSL's per klanttype, totaal en in looptijden groter dan 15 jaar



Figuur 2.7 Verdeling klanttype secundaire markthandel DTC's januari-september 2006



Feiten over secundaire markten

Een van de verplichtingen van de Primary Dealers en Single Market Specialists (zie volgende paragraaf) is de maandelijkse verstrekking van informatie over de verhandelde volumes van Nederlands staatspapier op de secundaire markt. In 2006 werd een geharmoniseerd verslaggevingsmodel voor de gehele EU geïntroduceerd, zodat alle banken op dezelfde manier kunnen rapporteren aan schuldmanagers in de eurozone. Het doel van dit project was de administratieve lasten te verminderen. Het nieuwe model heeft tot nu toe voor alle betrokkenen goed voldaan. Uit de rapportages komt een aantal gegevens naar voren.

DSL's

Gedurende de eerste negen maanden van 2006 waren fondsen (fondsmanagers, pensioenfondsen en hedgefondsen), inter-dealer brokers en banken het meest actief op de secundaire DSL-markt (zie figuur 2.4). Anders dan in het verleden maakt het nieuwe verslaggevingsmodel een onderscheid tussen twee soorten bankactiviteiten mogelijk. De eerste is Business to Business (BtoB); dit is 'non-sales person assisted trade' en wordt hetzij voor eigen rekening, hetzij met andere PD's of andere banken verricht. De tweede soort betreft Business to Consumer (BtoC); dit is 'sales person assisted trade', met een gerelateerde entiteit of met andere banken⁷.

7 De Europese Commissie geeft op haar website uitleg over de verschillende klanttypen en subcategorieën binnen klanttypen. Zie http://ec.europa.eu/economy_finance/efc/efc_reports_en.htm.

De rapportages geven aan dat het totale aandeel (BtoB en BtoC) van de banken in de secundaire markthandel is afgenomen van 48% in 2003 tot 30% nu⁸. De positie van de fondsen in de categorie ‘real money’ is de laatste jaren aanzienlijk gestegen, van net 18% in 2003 tot een aandeel van 30% in 2006 (zie figuur 2.5).

De categorie ‘fondsmanager’ (waaronder begrepen investeringsfondsen) is verantwoordelijk voor viervijfde van het 30%-aandeel van fondsen in 2006. De stijging van het fondsenaandeel is deels toe te schrijven aan de toenemende vraag van pensioenfondsen naar lange-termijn vastrentende waarden. Op basis van de nu beschikbare gegevens kan worden gesteld dat de secundaire markthandel zich geleidelijk aan naar de eindbeleggers toe beweegt. Dit geldt vooral voor langer lopende DSL's waarin fondsen en verzekeraars van oudsher meer in geïnteresseerd zijn (zie figuur 2.6).

DTC's

De rapportages laten zien dat op de secundaire markt voor DTC's in de eerste negen maanden van 2006 de grootste volumes werden verhandeld door banken en inter-dealer brokers, op de voet gevolgd door centrale banken (inclusief andere overheidsorganen) en fondsen (zie figuur 2.7). Het aandeel van fondsen in de secundaire DTC-markt is aanzienlijk kleiner dan in de secundaire DSL-markt, aangezien pensioenfondsen zich voornamelijk op de lange kant richten.

Ook hier nam het aandeel van de fondsen echter aanzienlijk toe, van 13% in 2005 tot 20% nu. De rol van of inter-dealer brokers op de secundaire markt voor DTC's steeg van niet meer dan 6% in 2003 tot 23% in 2006; het aandeel van deze categorie beleggers is veruit het sterkst gestegen.

Geografische segmenten

Op zowel de secundaire DSL-markt als de secundaire DTC-markt vond de handel geografisch gezien in de eerste drie kwartalen van 2006 voor 40% plaats in het Verenigd Koninkrijk. Dit kan grotendeels worden verklaard doordat veel banken en inter-dealer brokers vanuit Londen handel drijven. Andere regio's met een hoog percentage handelsactiviteiten in Nederlandse staatstitels zijn Nederland (18%) en de eurozone in het algemeen (48% in totaal). In vergelijking met voorgaande jaren is de handel in DTC's buiten Europa (in bijvoorbeeld de Verenigde Staten en Azië) gestegen van 7% in 2003 tot 10% in 2005, en naar 15% op dit moment. Over het algemeen concentreert de handel in DTC's zich meer buiten de eurozone dan de handel in DSL's.

2.5 Primary Dealers en Single Market Specialists in 2007

Sinds 1999 promoten en distribueren Primary Dealers DSL's en DTC's en nemen ze deel aan veilingen. DSL's worden aan Primary Dealers verkocht door middel van de toonbanktechniek. Bij nieuwe benchmarkuitgiften worden de staatsleningen rechtstreeks via de Dutch Direct Auction verkocht aan eindbeleggers, waarbij Primary Dealers als intermediair fungeren (zie vorige paragraaf). DTC's worden geplaatst bij Primary Dealers en Single Market Specialists op gewone, ‘single-price’ (Nederlandse) veilingen.

Het Primary Dealerschap voor de Nederlandse Staat brengt zowel rechten als plichten met zich mee. Primary Dealers bezitten het exclusieve recht DSL's van het Agentschap te kopen. Verder kunnen ze swaps afsluiten met de Staat en mogen ze de repo- en stripfaciliteit gebruiken. Voor hun inspanningen ontvangen Primary Dealers een compensatie, waarvan de grootte afhangt van de afgenomen hoeveelheid DSL's op de

⁸ In de voorgaande jaren kon geen onderscheid gemaakt worden tussen de twee verschillende bankactiviteiten.

primaire markt en de verhandelde hoeveelheden op AMS – het Amsterdamse MTS-systeem. 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, tegen de gewogen gemiddelde prijs van deze veiling. De compensatie in de DDA bestaat uit een geldelijke vergoeding, waarvan de hoogte afhangt van de hoeveelheid DSL's die een Primary Dealer weet te plaatsen bij eindbeleggers.

Als tegenprestatie bevorderen de Primary Dealers de liquiditeit van de secundaire markt en quoteren ze verhandelbare prijzen op een toegewezen elektronisch handelsplatform. Deze prijzen staan marktdeelnemers tegen redelijke kosten ter beschikking. Voor eindbeleggers wordt elke dag om 11.00 uur een transparante middenprijs vastgesteld. Het toegewezen platform is het AMS (zie onder).

Het Amsterdam MTS- systeem (AMS) is een elektronisch platform voor inter-dealer handel in DSL's en DTC's. AMS is een joint venture van MTS SpA (30%), het Agentschap (5%) en onze 13 Primary Dealers (ieder 5%). Verleden jaar verkregen Euronext en Borsa Italiana samen een belang van 51% in MTS SpA. MTS is bezig plannen te ontwikkelen om de resterende belangen in lokale MTS-platforms, zoals AMS, te verkrijgen. Hierdoor zou het huidige complexe web van vennootschappen in gedeeld eigendom een eenvoudiger structuur kunnen krijgen, ook vanuit het perspectief van de Primary Dealers. Nu het MTS-systeem voor Europese staatsleningen zich voldoende heeft bewezen, heeft het Agentschap zich bereid getoond zijn belang in AMS te verkopen. Het is van wezenlijk belang dat elk 'aangewezen platform' voor zowel DSL's als DTC's voldoet aan de minimumvereisten voor een transparante, liquide secundaire markt voor deze Nederlandse waardepapieren.

Primary Dealers worden geselecteerd op basis van een businessplan dat ze jaarlijks indienen. De selectie is geldig voor het volgende kalenderjaar. Het Agentschap presenteert met trots zijn lijst met Primary Dealers voor 2007. Er is één nieuwkomer in de groep; na een succesvolle periode als Single Market Specialist voor DTC's, is de Royal Bank of Scotland nu ook Primary Dealer voor het jaar 2007.

Naast de groep van 13 Primary Dealers zijn er 7 Single Market Specialists die het Agentschap steunen bij het promoten en distribueren van DTC's en bijdragen aan het proces van prijsvorming. Net als de Primary Dealers hebben de Single Market Specialists het recht te participeren in DTC-veilingen. Ook zij zijn verplicht aan de Nederlandse Staat te rapporteren, waarbij ze de geharmoniseerde procedure zoals genoemd in de vorige paragraaf gebruiken.

Primary Dealers voor 2007 in alfabetische volgorde

ABN Amro
Barclays Capital
BNP Paribas
Calyon
Citigroup
Credit Suisse
Deutsche Bank
Dresdner Bank
FORTIS BANK
HSBC France
ING
Royal Bank of Scotland
Société Générale

Single Market Specialists voor 2007 in alfabetische volgorde

CDC IXIS CIB
Dexia Bank
Goldman Sachs
JP Morgan Chase
KBC Bank
Morgan Stanley
Rabobank

DSL kalender 2007				
Maand van uitgifte	Aankondiging (woensdag)	Uitgifte (2 ^e dinsdag)	Storting (vrijdag)	DSL
januari	3	9	12	30-jarig 2037
februari	geen uitgifte			
maart	7	13	16	3-jarig april 2009
april	4	10	13	reserveveiling
mei	2	8	11	
juni	DDA 10-jaars			
juli				
augustus	geen uitgifte			
september	5	11	14	
oktober	3	9	12	reserveveiling
november	7	13	16	
december	5	11	14	reserveveiling

DTC kalender 2007					
Veiling	Storting	DTC 3-maands	DTC 6-maands	DTC 9-maands	DTC 12-maands
02-01-07*	04-01-07	30-03-07			19-12-07
15-01-07	17-01-07	30-04-07		28-09-07	
05-02-07	07-02-07	30-04-07	31-07-07		
19-02-07	21-02-07	31-05-07			19-12-07
05-03-07	07-03-07	31-05-07	31-08-07		
19-03-07	21-03-07	29-06-07	28-09-07		
02-04-07	04-04-07	29-06-07			31-03-08
16-04-07	18-04-07	31-07-07		19-12-07	
08-05-07*	10-05-07	31-07-07	31-10-07		
21-05-07	23-05-07	31-08-07			31-03-08
04-06-07	06-06-07	31-08-07	30-11-07		
18-06-07	20-06-07	28-09-07	19-12-07		
02-07-07	04-07-07	28-09-07			30-06-08
16-07-07	18-07-07	31-10-07		31-03-08	
06-08-07	08-08-07	31-10-07	31-01-08		
20-08-07	22-08-07	30-11-07			30-06-08
03-09-07	05-09-07	30-11-07	29-02-08		
17-09-07	19-09-07	19-12-07	31-03-08		
01-10-07	03-10-07	19-12-07			30-09-08
15-10-07	17-10-07	31-01-08		30-06-08	
05-11-07	07-11-07	31-01-08	30-04-08		
19-11-07	21-11-07	29-02-08			30-09-08
03-12-07	05-12-07	29-02-08	30-05-08		
17-12-07	19-12-07	31-03-08	30-06-08		

Nieuwe programma's: gearceerd

* dinsdag



Onderzoek en nieuwe ontwikkelingen



Begin 2007 zal de evaluatie van het huidige kader voor het risicomanagement van het Agentschap afgerond zijn. Tot nu toe is de herijking vooral gericht geweest op de functionaliteit van het huidige kader. In dit hoofdstuk wordt verder onderzocht hoe het beleid en de vereiste strategieën in perioden met een overschot respectievelijk een tekort van elkaar verschillen. In 2007 gaat het Agentschap Commercial Paper uitgeven. Hierdoor wordt flexibiliteit toegevoegd en het kredietrisico beperkt. Commercial Paper wordt uitgegeven in euro's en – indien doelmatig – in vreemde valuta, alles met looptijden korter dan 3 maanden.

3.1 Evaluatie van het kader voor het risicomanagement

Het Agentschap is bezig met de evaluatie van het kader voor het risicomanagement. Ruwweg om de vier jaar vindt hiervan een evaluatie en mogelijk een aanpassing plaats. Nadat de Minister van Financiën de strategie voor het schuldbeheer heeft goedgekeurd, treedt het nieuwe kader vanaf 2008 in werking.

Het huidige risicomanagement houdt zich alleen bezig met de rentelasten voor de begroting en het risico van fluctuaties in die lasten (zie box 2.1 over het basisrisicobedrag). De basisveronderstelling is dat de rentecurve over het algemeen stijgt. Door de jaarlijkse herfinanciering van de bestaande schuld te beperken, wordt de daaruit voortvloeiende kwetsbaarheid (risico) van de begroting voor verandering van de rentevoet ook beperkt. Risico wordt gedefinieerd als de maximale kosten voor de begroting – met 95% zekerheid – als het hoogste rentevoetscenario zich zou voordoen (zie hieronder over de rentecurvedynamiek). In de afweging tussen lasten en risico valt de bovengrens voor herfinanciering uit het oogpunt van risico altijd samen met de ondergrens voor herfinanciering uit het oogpunt van lasten. Herfinanciering die kleiner is dan aanvaardbaar in termen van risico zou te kostbaar zijn.

Strikt gesproken is de jaarlijkse herfinancieringsdoelstelling zuiver een disciplinaire maatregel. Zij zegt dus weinig over de samenstelling van de portefeuille. Met het gebruik van swaps kan de risicodoelstelling in principe elk jaar worden gehaald. Er treden complicaties als onvoorziene veranderingen optreden in het uitstaande volume op de geldmarkt (bijvoorbeeld door herziene begrotingsramingen). Dat geldt vooral als grote veranderingen zo laat in het jaar optreden dat het vrijwel onmogelijk is het effect ervan op het risicobedrag te repareren.

Tot nu is de herijking vooral gericht geweest op de functionaliteit van het huidige kader en op de (empirische) literatuur over risicomanagement. Het Agentschap heeft de recente afvlakking van de rentecurve onderzocht.

De functionaliteit van het huidige kader

Het huidige kader heeft als aantrekkelijkste kenmerk dat het risicobedrag in evenwicht is met de capaciteit van de begroting dit risico te dragen. Dit is toe te schrijven aan de koppeling van het risicobedrag aan het BBP, gecombineerd met het feit dat begrotingsinkomsten en -uitgaven ook met het BBP meebewegen. Het kader zorgt ervoor dat de verhouding van het risico tot de begroting constant is zo lang de schuldquote niet verandert en daarmee de financieringsstrategie onveranderd blijft. Als de schuldquote daalt omdat de begroting verbetert, wordt als gevolg van de 9%-doelstelling een groter deel van de schuld geherfinancierd. Dit brengt extra risico voor de begroting met zich mee, maar gezien de verbeterde budgettaire positie is er genoeg capaciteit om dit risico te dragen.

Het huidige kader beschermt de begroting tegen te grote risico's en biedt voldoende ruimte om andere doelstellingen zoals een complete curve en liquide benchmarkingen te realiseren. Dergelijke doelstellingen dienen op hun beurt de efficiëntiedoelstelling van de schuldfinanciering. Compleetheid, continuïteit en transparantie worden door marktdeelnemers op prijs gesteld en komen daarom terug in de prijs. De andere kant van de medaille is dat het kader op zichzelf weinig houvast geeft voor het vaststellen van de schuldportefeuille, vooral als ook van swaps gebruik gemaakt wordt. Het kader wordt min of meer gecompleteerd door de keuzes die in het verleden zijn gemaakt met betrekking tot het type uit te geven leningen (vooral 3- en 10-jarige). Door deze specificatie worden extreme uitkomsten van de combinatie van lasten en risico voorkomen (zeer hoge lasten en weinig risico of andersom).

Bovendien is het, relatief tot een bestaande portefeuille, mogelijk de toegevoegde waarde van een nieuw instrument te beoordelen op basis van de relatieve prestaties van dat instrument met betrekking tot lasten en risico¹.

Het bestaande kader heeft natuurlijk ook eigenschappen die voor verbetering vatbaar zijn. De bedoeling van de nadruk op het basisrisicobedrag was dat het kader daardoor zou zijn beschermd tegen kortetermijnvolatiliteit in het kassaldo. De redenering daarachter was dat iets dat buiten de invloedssfeer van het Agentschap ligt, geen deel zou moeten uitmaken van zijn doelstellingsvariabele. In de praktijk is de levensvatbaarheid van de 9%-doelstelling gevoelig voor fluctuaties in het begrotingssaldo, al kan een groot deel van de gevoeligheid worden geabsorbeerd door het gebruik van swaps.

Een andere te onderzoeken factor is de beweging in de tijd van de rentelasten versus het primaire saldo. In de tijd gezien legt het huidige kader de nadruk op de capaciteit om risico te dragen. Die capaciteit is het grootst als het begrotingssaldo verbetert. In die situatie zal dit kader een hogere herfinanciering als aandeel van de schuld tot gevolg hebben. Dit is equivalent aan kortere financiering en daarmee een hoger risico. Kortere financiering leidt, gemiddeld, wél tot goedkopere financiering. Of de migratie naar het kortere eind van de curve werkelijk op korte termijn tot goedkopere financiering zal leiden, hangt af van de invloed die de conjunctuurcyclus heeft op de korte rente. Het is ook van belang tegen welk rentepercentage de vervallende schuld was gefinancierd. Het is duidelijk dat goedkopere financiering anticyclisch zou werken, omdat lagere (rente-)uitgaven zouden samenvallen met een hoogconjunctuur. Aangezien lagere uitgaven het reeds verbeterde begrotingssaldo nog verder zouden verhogen, past het kader slecht bij enige vorm van saldostabilisatie.

Een laatste punt betreft de 9%-doelstelling, die een voorkeur voor een specifieke verhouding tussen rentelasten en risico aangeeft bij een bepaald niveau van schuld en BBP. Vasthouden aan de 9%-doelstelling brengt met zich mee dat de lasten-risicoverhouding automatisch verandert wanneer de omgeving verandert (een vlakker rentecurve, dalende schuld etc.). Hierdoor zou de 9%-doelstelling inconsistent worden ten aanzien van een geselecteerde voorkeur voor de verhouding van lasten en risico. De 9%-doelstelling is wel consistent als het gaat om de daadwerkelijke belasting van de begroting met risico. De vraag waar de klemtoon op moet liggen in het beheer van het begrotingsrisico van schuldfinanciering is uiteindelijk een kwestie van kiezen.

Literatuur en praktijk

Als onderdeel van de herijking werd onderzoek gedaan naar risicomanagement in de literatuur en risicomanagementstrategieën van buitenlandse collega-instellingen. Het bleek dat schuldbeheer in theorie in drie soorten kan worden onderverdeeld: 1) schuldbeheer waarbij de nadruk ligt op lastenminimalisering, met inachtneming van een aanvaardbaar risico voor de begroting; 2) schuldbeheer dat uitdrukkelijk bijdraagt aan stabilisatie van de begroting²; en 3) schuldbeheer in de context van ‘asset and liability management’ (ALM). In de praktijk houden schuldmanagers zich vooral bezig met het eerste type en hanteren ze doelstellingen als looptijd en ‘cost-at-risk’. De categorieën begrotingsstabilisatie en ALM worden meestal als te complex en te onzeker beschouwd om ze als uitgangspunt voor schuldbeheer te gebruiken. Het nadeel van de ALM-aanpak is een gebrek aan duidelijk omschreven activa en passiva (anders

¹ Dit type analyse werd uitgevoerd toen het Agentschap de toegevoegde waarde voor schuldfinanciering onderzocht van indexleningen. Geconstateerd werd dat dit instrument met betrekking tot de balans tussen lasten en risico inferieur was aan de al in de portefeuille vertegenwoordigde instrumenten.

² In de literatuur wordt begrotingsstabilisatie meestal in verband gebracht met ‘tax smoothing’. Zie bijvoorbeeld: Barro (1999), ‘Notes on Optimal debt management’, in *Journal of Applied Economics*, nr. 2, pp 281-289

dan de schuld) van een overheidsinstelling. Het nut van begrotingsstabilisatie staat of valt met de voorspelbaarheid van bewegingen in het primaire saldo in reactie op economische schokken en met de onmogelijkheid de aard en het tijdstip van deze schokken te voorspellen. Desondanks zullen kwalitatieve argumenten vanuit deze twee disciplines onderzocht worden om het schuldbeheer van het Agentschap verder te verfijnen.

De dynamiek van de rentecurve

Tot slot werd de recente dynamiek van de rentecurve aan een nader onderzoek onderworpen (Box 3.1). Bestudering van de rentecurve dient ertoe de rentescenario's te onderbouwen die het Agentschap gebruikt in het kader van zijn onderzoek van het risicomanagement. Er zijn veel kwalitatieve argumenten aangevoerd ter verklaring van de afvlakking van de rentecurve in de laatste jaren. Empirisch is het niet eenvoudig de klaarblijkelijke verandering in de dynamiek van de rentecurve te verklaren. Uit ons onderzoek blijkt dat er enige argumentatie kan zijn voor de geringere volatiliteit van zowel inflatie als productiegroei, waardoor het traditionele mechanisme voor de transmissie van korte naar lange rente ter discussie zou kunnen worden gesteld.

Box 3.1 De dynamiek van de rentecurve

Relatief stabiele en lage lange rentes in een milieu van monetaire verkrapping hebben een afvlakking van de rentecurve tot gevolg gehad. Alan Greenspan noemde dat een 'conundrum'(raadsel). Aangezien de aanname van een steile rentecurve een van de hoekstenen is van het risicomanagement van het Agentschap, hebben we een literatuurstudie en een empirisch onderzoek uitgevoerd naar (veranderingen in) de dynamiek van de rentecurve.

In de wetenschappelijke literatuur worden verschillende factoren aangegeven die van invloed zijn op het niveau en de helling van de rentecurve in de tijd. Deze factoren kunnen worden teruggevoerd op de componenten waaruit de rente is samengesteld: inflatie, inflatieverwachtingen, inflatierisicopremies, reële rente en reële rentevolatiliteit.

Ten eerste zijn als gevolg van de toegenomen geloofwaardigheid van de centrale banken mét de inflatie ook de inflatieverwachtingen in de loop van de tijd gedaald. De geloofwaardigheid is toegenomen door een grotere onafhankelijkheid, een sterkere inzet voor prijsstabiliteit en een grotere transparantie. De lagere inflatie en inflatieverwachtingen kunnen ook worden toegeschreven aan het proces van privatisering en deregulering in bepaalde economische sectoren, zoals de telecommunicatiesector. Ook de toename van de wereldhandelsstromen en de vermindering van handelsbarrières – de globalisering – zijn een stimulans geweest voor internationale concurrentie, innovatie en efficiëntere productieprocessen. Hierdoor zijn de productiekosten en, daardoor, de prijzen gedaald. Als gevolg daarvan lijken de inflatieverwachtingen op een lager peil verankerd te zijn. Er is ruimschoots bewijs voorhanden voor de vermindering van de volatiliteit van inflatiepercentages en daarmee van de door beleggers geëiste risicopremie. De inflatierisicopremie is dus in de loop van de tijd gedaald. De reële rente lijkt in de afgelopen tijd eveneens te zijn gedaald. De eerste verklaring voor de lagere reële rente is de zogenaamde 'saving glut'. De mondiale besparingen van opkomende markten en olieproducerende landen overtreffen de investeringsquotes aldaar. Veel van deze 'additionele besparingen' worden geïnvesteerd in westerse staatsleningen. Bovendien lijken nieuwe pensioenregelingen te leiden tot een grotere vraag naar langlopende vastrentende waarden, die ook de lange reële rente reduceert.

De reële volatiliteit is in de afgelopen decennia gedaald. Een beter voorraadbeheer, beter gebruik van de informatietechnologie, het grotere aandeel van de dienstensector in het BBP en een verbeterd begrotingsbeleid kunnen bijgedragen hebben aan een geringere onzekerheid, waardoor de risicopremie voor de rente daalt.

Uit de genoemde factoren is op te maken dat zowel de lagere lange rente als de lagere volatiliteit bijgedragen hebben aan een afvlakking van de rentecurve. Empirische tests bevestigen een aantal structurele breuken in de dynamiek van de rentecurve in de afgelopen 34 jaar die zich hebben geconcentreerd rondom belangrijke gebeurtenissen, zoals de ondergang van Bretton Woods, de twee oliecrises en plotselinge wijziging in de monetaire politiek (met betrekking tot anti-inflatoir beleid). Nog niet zo lang geleden hebben de hereniging van Duitsland en de ondertekening van het Verdrag van Maastricht mogelijk invloed gehad op de verhouding tussen de lange en de korte rente. De meest recente aanwijzing voor een breuk ligt aan het eind van 2003 en zou veroorzaakt kunnen zijn door excessieve besparingen, pensioenregulering en lagere risicopremies. De belangrijkste oorzaak voor deze breuk in de dynamiek ligt bij een lagere lange rente en niet zozeer bij een stijging van de korte rente (zoals in het verleden).

Empirische analyses bevestigen dat productie en inflatie van invloed zijn op de rentecurvedynamiek en de 'yield spread' (het verschil tussen de 10-jarige en de 6-maands-rente) in Europa. Hogere inflatie en productiegroei dan gemiddeld resulteren in kleine en mogelijk negatieve yield spreads, terwijl inflatie en productiegroei die lager zijn dan gemiddeld tot positieve yield spreads leiden. Bovendien heeft de variantie van zowel de inflatie als de productiegroei sinds de tweede helft van de jaren negentig een opmerkelijke daling getoond, die bijgedragen kan hebben aan lagere risicopremies en daardoor aan een kleinere spread tussen de lange en de korte rente.

Het Agentschap heeft zijn Primary Dealers gevraagd om hun analyse van de rentecurve te geven, als bijdrage aan het onderzoek. De uitdaging zal zijn om enerzijds een voldoende ruime marge te hanteren die alle in de toekomst waarschijnlijke rentescenario's bevat en toch een zinvolle basis aan te houden waarop een risicomanagementstrategie kan worden gebaseerd.

Conclusie

Begin volgend jaar zal de evaluatie van het huidige kader voor het risicomanagement voltooid zijn. Dit zal wellicht implicaties met zich meebrengen voor de daaropvolgende risicomanagementstrategie. De voorgestelde strategie moet worden goedgekeurd door de Minister van Financiën. Zonder op de zaken vooruit te willen lopen is het Agentschap geneigd tot handhaving van een raamwerk van lastenminimalisering, met inachtneming van aanvaardbaar risico voor de begroting. Minimalisering van de lasten zegt echter niets over de vraag of de 9%-doelstelling in stand blijft en suggereert ook niets over de wenselijkheid van de koppeling van het risicobedrag aan het BBP. De ALM-aanpak is conceptueel aantrekkelijk vooral in relatie tot houdbare overheidsfinanciën in tijden van vergrijzing. In de praktijk zouden we tegen dezelfde problemen aanlopen als onze 'collega's' die allen geconstateerd hebben dat het in praktijk vrijwel onmogelijk is ALM toe te passen. Het Agentschap zal proberen te analyseren of er een rol weggelegd is voor schuldfinanciering in het beïnvloeden van begrotingsresultaten (bijvoorbeeld saldostabilisatie).

3.2 De voortdurende uitdaging van veranderende begrotingssaldi en begrotingoverschotten

In het voorgaande hoofdstuk is al gesproken over de uitdaging voor schuldmanagers die voortvloeit uit veranderingen in het geraamde kassaldo. Naast onverwachte verbeteringen in de kaspositie is het niet uitgesloten dat in de nabije toekomst kasoverschotten waarschijnlijker zullen zijn dan kastekorten. In het licht van plausibele oplossingen voor het probleem van de vergrijzing is de vraag hoe we met overschotten en afnemende schulden moeten omspringen, actueel. In deze paragraaf wordt vooral onderzocht hoe een schuldmanager kan omgaan met saldoverbeteringen en begro-

tingsoverschotten, en wordt niet gekeken naar verslechtingen, respectievelijk tekorten. De reden hiervoor is eenvoudig. In een klimaat waar de schuld relatief tot het BBP daalt, kunnen schuldmanagers vrij eenvoudig een tijdelijke verslechting van de overheidsfinanciën opvangen, terwijl het veel moeilijker is om met verbeteringen in de budgettaire positie om te gaan. Een verklaring hiervoor geven we later³.

Omgaan met veranderende begrotingsaldi

In een klimaat van veranderende economische omstandigheden zijn de ramingen van het kassaldo vaak aan verandering onderhevig. Voor Nederland geldt dit, vanwege de betrekkelijk hoge begrotingssensitiviteit, in het bijzonder⁴. Het financieringsbeleid dient zo flexibel mogelijk te zijn. Daar kan op verschillende manieren voor worden gezorgd. In het Nederlandse schuldbeheer kent men het principe dat een onverwachte verandering (verbetering) in het kassaldo eerst wordt geabsorbeerd door een kleiner beroep op de geldmarkt en pas daarna door een verlaging van het beroep op de kapitaalmarkt. Zoals al eerder is toegelicht, is er een overloop van de resultaten van het ene jaar in het daaropvolgende jaar.

Het beroep op de geldmarkt levert belangrijke flexibiliteit in de financiering op. Dit is een veiligheidsklep. Veranderingen in de kaspositie hebben ook invloed op de doelstelling voor het risicomanagement. Steeds wanneer de geldmarktfinanciering onder het verwachte niveau komt, nemen zowel de gemiddelde looptijd als de looptijd van de schuldportefeuille toe. Tegelijkertijd daalt het basisrisicobedrag, mogelijk onder de doelstelling van 9% van het BBP. Dit zou betekenen dat de gewenste balans tussen lasten en risico's suboptimaal wordt. Renteswaps kunnen helpen de doelstelling voor het risicomanagement te halen. Swaps zijn belangrijk geworden bij het bereiken van de doelstelling van het risicomanagement als dat risicomanagement een specifieke combinatie van lasten en risico's betreft⁵.

Omgaan met begrotingsoverschotten

Over het algemeen wordt in het financieringsbeleid en het risicomanagement in den brede geen rekening gehouden met het teken van het kassaldo (tekort dan wel overschot). Het beleid, de strategie en de gebruikte instrumenten kunnen echter verschillen naar gelang er een overschot of een tekort is.

Een overschot kan – vooral als het groot is en vaak achtereen voorkomt – op gespannen voet komen te staan met de doelstelling liquide benchmarks in stand te houden, de gehele rentecurve te bestrijken en regelmatig benchmarkleningen uit te geven. Als de schuld daalt, is het soms niet langer haalbaar of doelmatig al deze doelstellingen aan te houden; de vrijheidsgraden worden kleiner.

In tijden van begrotingsoverschotten is er minder ruimte om nieuwe benchmarkleningen uit te geven; soms moet de uitgifte van leningen met bepaalde looptijden helemaal worden geannuleerd. Tegelijkertijd moet de frequentie en/of het volume van veilingen en taps verminderd worden. Het Agentschap beschouwt de 10-jarige lening als verreweg de belangrijkste benchmark. Afhankelijk van de specifieke financieringsbehoefte in een bepaald jaar kan het langer duren voordat een bepaalde lening het benchmarkvolume van ten minste 10 miljard euro bereikt. Dit hebben we

3 Volgens de OESO zijn er tot nu toe 'geen duidelijke aanwijzingen dat begrotingsoverschotten een aanzienlijke vermindering van het werk van de schuldmanager teweeg hebben gebracht'.

4 Uit berekeningen van de OESO en de Europese Commissie blijkt dat (gebaseerd op gegevens uit 2005) Nederland een begrotingssensitiviteit heeft van 0,55. De begrotingssensitiviteit – die de verandering weergeeft in de ratio van begrotingssaldo/BBP als gevolg van een mutatie met één eenheid in de output gap – is de hoogste in de eurozone. Zie Europese Commissie: 'Public Finances in EMU', 2006 (deel II, hoofdstuk 4.4).

5 In een aantal landen is men al meer renteswaps gaan gebruiken vanwege overschotten op de begroting en de daarmee samenhangende daling van de schuld in de tweede helft van de jaren negentig. Swaps bieden de mogelijkheid de doelstelling van optimaal risicomanagement enerzijds en liquiditeitsopbouw anderzijds te scheiden.

gezien met de ‘on the run’ driejarige lening. Een andere manier om met een beperktere financieringsbehoefte om te gaan kan gevonden worden in het verder ophogen van bestaande leningen die al aan de liquiditeitsbenchmark voldoen. De revival van de 2023 is hier een specifiek voorbeeld van. Het kan een optie zijn om leningen met een resterende looptijd die overeenkomt met een benchmarklooptijd – 25, 20, 15, 10, 5 of 3 jaar – te heropenen, in plaats van nieuwe benchmarkleningen uit te geven. Een dergelijke strategie kan helpen bepaalde punten op de rentecurve te reactiveren, de liquiditeit verder te verbeteren en onregelmatigheden in het aflossingsprofiel glad te strijken. Ook de inkoop van uitstaande schuld kan helpen de doelstellingen voor het schuldbeheer te realiseren.

Inkoop van schulden

Als reactie op het snel verbeterende kassaldo startte het Agentschap in december 2005 een inkoopprogramma (zie hoofdstuk 2). Inkoop van schulden vóór de vervaldatum wint nog aan betekenis in een situatie van begrotingsoverschotten. Omdat door inkoop de schuldportefeuille wordt geherstructureerd, wordt het mogelijk nieuwe, meer liquide leningen uit te geven zonder de uitstaande schuld te verhogen. Het Agentschap heeft leningen op verschillende manieren ingekocht, in totaal vijf keer.

- Omgekeerde veiling; de (omgekeerde) emittent bepaalt de (uniforme) cut-off-prijs op basis van biedingen door beleggers.
- Omgekeerd toonbanksysteem; zelfde als omgekeerde veiling, maar op basis van door de emittent vastgestelde prijzen (niet uniform). Deze methode volgde het Agentschap in december 2005.
- Switchveiling; de emittent bepaalt de (uniforme) cut-off-prijs op basis van biedingen door beleggers.
- Schuldconversie; beleggers krijgen de mogelijkheid de ene obligatie om te ruilen tegen de andere in een prijsverhouding die wordt vastgesteld door de emittent. Een voorbeeld hiervan is de 2003 strip//destripfaciliteit die in 2006 werd gelanceerd.
- ‘Open window’-inkoop; beleggers krijgen de mogelijkheid schuld papier aan te bieden aan de emittent op basis van marktprijzen. Het Agentschap biedt een open window-inkoopfaciliteit aan voor een aantal illiquide obligaties.

In een situatie van overschotten zijn nieuwe instrumenten of vernieuwingen in bestaande instrumenten om DSL’s en DTC’s zo aantrekkelijk mogelijk te houden, minder noodzakelijk. Als men de liquiditeit van bestaande benchmarkleningen wil waarborgen, is er waarschijnlijk niet veel ruimte voor nieuwe instrumenten. Daarom moeten er keuzes worden gemaakt. Alleen wanneer een bestaand instrument wordt vervangen door een nieuw, beter alternatief (bijvoorbeeld met meer flexibiliteit), kan er van een voordeel sprake zijn.

Lenen aan financiële markten (i.c. het verwerven van financiële activa)

Sommige landen die lange tijd begrotingsoverschotten hebben gekend, hebben besloten geen schuld af te lossen maar financiële activa te kopen. Door een actieve markt voor overheidsschuld in stand te houden en tegelijkertijd een portefeuille van financiële activa op te bouwen, worden wellicht de netto rentekosten lager. Het onderhouden van een markt voor staatsleningen wordt vaak gerechtvaardigd op basis van het argument dat het hier een collectief goed betreft (zie Box 3.2). Dit is het geval als de prijzen van andere schuldinstrumenten (in de particuliere sector) gebaseerd zijn op die van overheidsschuld als de risicovrije benchmark, of wanneer het bestaan van overheidsschuld de verdere ontwikkeling van de binnenlandse geld- en kapitaalmarkt bevordert (dit is voornamelijk van belang in landen waar de financiële markten onderontwikkeld zijn). De vraag van beleggers naar ‘risicovrije’ activa kan een

tweede reden zijn om door te gaan met geld lenen. Aangezien er een redelijke kans is dat begrotingstekorten zich in de (nabije) toekomst opnieuw voordoen, kan het bovendien te duur blijken te zijn om te zijner tijd de markt voor overheidsschuld nieuw leven in te blazen.

Box 3.2 Twee algemene beleidsthema's met betrekking tot de rol van overheidsschuld op financiële markten

Er is continu discussie over de voor- en nadelen van het volledig terugbetalen van de overheidsschuld. In de eerste plaats is er iets voor te zeggen de infrastructuur van de markt voor overheidsschuld in stand te houden, omdat er binnen afzienbare tijd weer een overheidstekort kan zijn; hierdoor zou vermeden worden dat de infrastructuur van de markt voor staatsleningen in de komende decennia opnieuw moet worden opgebouwd. Als gevolg daarvan zouden de kosten van geld lenen in de toekomst laag kunnen worden gehouden. Zelfs als de netto-schuld nihil zou worden, dan nog zouden overheden kunnen doorgaan met het onderhouden van kleinere, maar liquide markten voor overheidsschuld, door begrotingsoverschotten te investeren in private financiële activa in binnen- en buitenland.

In de tweede plaats lopen de meningen uiteen over de vraag of schuld uitgegeven door de particuliere sector dezelfde functies kan vervullen als schuld uitgegeven door de publieke sector. Sommigen zeggen dat effecten van hoge kwaliteit uit het bedrijfsleven of door de overheid ondersteunde instrumenten niet dezelfde status kunnen bereiken als de staatsschuld en daarom geen dienst kunnen doen als plaatsvervangende benchmark voor de risicovrije rentevoet. Dit kan de prijsvorming van activa in de particuliere sector negatief beïnvloeden en de marktontwikkeling van schuldpapier van het bedrijfsleven verstoren. Anderen zijn van mening dat bepaalde categorieën hoogwaardige bedrijfsschuld heel goed kunnen dienen als substituuut voor overheidsschuld. Swapcurves zouden, ook al zijn ze niet zonder risico, benchmarks kunnen bieden voor prijsvormingsdoeleinden.

Bron: OESO (2002), 'Debt Management and Government Securities Markets in the 21st Century'.

Conclusie

De Nederlandse Staat heeft perioden van tekorten en verslechtering van de begroting gekend, maar ook van begrotingsmeevallers en overschotten. Voor 2007 wordt een overschot verwacht. Aangezien dergelijke perioden zich inderdaad voordoen, gaat het Agentschap door met onderzoek naar de beste strategie in een situatie van afnemende overheidsschuld. Er kan bijvoorbeeld onderzocht worden hoe de bestaande technieken om overheidsschuld terug te kopen verder kunnen worden verbeterd, of hoe heropeningen van bestaande leningen het uitgiftebeleid een iets grotere flexibiliteit kunnen geven.

3.3 Nieuw financieel instrument: Commercial Paper

Financiering via de geldmarkt gebeurt tegenwoordig door de uitgifte van DTC's met (resterende) looptijden van 3 tot 12 maanden en deposito's (voor kortere financieringsbehoeften). Dit zijn goede instrumenten om te voorzien in de financieringsbehoefte op de geldmarkt. Om de dagelijkse kaspositie optimaal te kunnen reguleren, is er echter behoefte aan verbetering van het instrumentarium. Omdat de looptijd van DTC's tamelijk lang is, kunnen grote kortetermijnfluctuaties in de kaspositie niet gemakkelijk door dit instrument worden opgevangen. Onverwachte meevallers noodzaken tot grootschalige geldmarktuitzettingen (met het bijbehorende kredietrisico), terwijl kortstondige tekorten (van voorbijgaande aard) moeten worden gefinancierd met relatief dure deposito's. Een instrument met een kortere looptijd (korter dan 3 maanden) dat goedkoper is dan een deposito zou de efficiëntie van het cash management kunnen verhogen. Het uitgeven van (Euro) Commercial Paper (CP)

kan in vergelijking met depositofinanciering kostenvoordeel opleveren, terwijl het kredietrisico kan worden verminderd door de geldmarktfinanciering beter aan de dagelijkse fluctuaties in de kaspositie te laten aansluiten. Kortom, door een nauwkeurigere afstemming heeft CP toegevoegde waarde ten opzichte van DTC's doordat CP het cash management flexibeler maakt.

Met dit nieuwe geldmarktinstrument kunnen de voordelen van DTC's – voorspelbaarheid, transparantie en liquiditeit – worden gekoppeld aan het belangrijkste kenmerk van CP: flexibiliteit. De flexibiliteit betreft niet alleen de looptijd, maar ook het moment van uitgifte (er is geen vooraf bekendgemaakt uitgifteschema), de valuta en de omvang.

Het Agentschap begint in de eerste helft van 2007 met de uitgifte van CP. ING adviseert het Agentschap inzake de details van een CP-programma. De bedoeling is CP zowel in euro's als in buitenlandse valuta's uit te geven als dat vanuit kosten oogpunt gunstig is, waarschijnlijk Amerikaanse dollars en Britse ponden. Uitgifte in buitenlandse valuta's zal waarschijnlijk niet alleen de kosten verlagen, maar naar verwachting ook nieuwe groepen beleggers bereiken. Het valutarisico voor de begroting wordt afgedekt met valutaswaps. CP zal worden uitgegeven met looptijden die variëren van 1 week tot 3 maanden; deposito's blijven de meest efficiënte oplossing voor financieringsbehoeften op de zeer korte termijn (gemiddeld korter dan een week). Vanuit kosten oogpunt blijft de DTC-markt het belangrijkste geldmarktinstrument voor het Agentschap.

Hoe de uitgifte van CP past in de geldmarktfinanciering wordt grafisch weergegeven in de figuren 3.1, 3.2 en 3.3. Merk op dat de omvang van de verschillende instrumenten louter is gekozen voor illustratieve doeleinden; de omvang in de illustraties geeft absoluut geen indicatie voor de werkelijk verwachte of nagestreefde omvang. Figuur 3.1 geeft de financieringsbehoefte op de geldmarkt weer (in euro's, verticale as) – dat wil zeggen: rekening houdend met de kapitaalmarktfinanciering via DSL's – gedurende een bepaalde periode (in dagen, horizontaal). De figuren 3.2 en 3.3 geven de feitelijke geldmarktfinanciering weer zonder CP (3.2) en met CP (3.3).

Als gevolg van de uitgifte van CP kan het Agentschap op kredietrisico besparen. De mate waarin op kosten wordt bespaard, hangt niet alleen af van het prijsverschil tussen DTC's en CP enerzijds en tussen CP en deposito's anderzijds, maar ook van de volumes van DTC's respectievelijk deposito's die voor CP worden ingeruild.

Merk op dat geldmarkttuitzettingen en deposito's in theorie tot nul kunnen worden gereduceerd door de uitgifte van CP zorgvuldig te plannen en DTC's in te krimpen. Door onverwachte veranderingen in de kaspositie, en daardoor in de financieringsbehoefte op de geldmarkt, zouden ofwel grotere deposito's (grotere CP-uitgifte, indien mogelijk) ofwel meer geldmarkttuitzettingen (kleinere CP-uitgifte) noodzakelijk worden. Met andere woorden: de analyse is *ex ante*, niet *ex post*.

Tot slot: met CP kan een zorgvuldiger keus worden gemaakt in de afweging tussen kosten en risico's. Hoewel CP vanwege de liquiditeitspremie waarschijnlijk duurder is dan DTC's, wordt door het gebruik ervan de blootstelling aan kredietrisico vermindert vanwege de mogelijkheid tot een nauwkeuriger cash management. Beperking van de blootstelling aan kredietrisico is vooral van belang in een milieu van begrotingsmeevallers. Een tri-party repo is een ander instrument om het kredietrisico te beperken. In de tweede helft van 2007 zal het Agentschap analyseren of de toevoeging van tri-party repo's toegevoegde waarde heeft in verband met de verdere beheersing van het kredietrisico.

Figuur 3.1 Financieringsbehoefte op de geldmarkt (na DSL uitgifte)



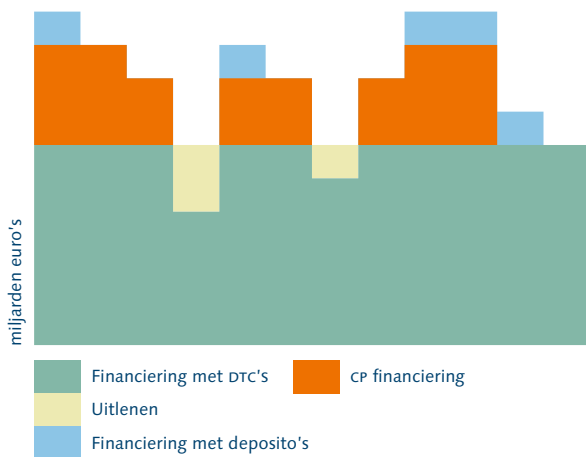
Figuur 3.2 Huidige situatie (DTC's en deposito's)



- Financiering met deposito's
- Financiering met DTC's
- Uitlenen

De ingekleurde rechthoek in figuur 3.2 (de huidige situatie) geeft de DTC-financiering aan. Uitzettingen in de geldmarkt zijn het gevolg van een 'overschot' aan DTC-financiering. Merk op dat het volume van DTC-financiering flexibel is: een hoger DTC-volume verkleint de omvang van de deposito's, maar vergroot de uitzettingen en daardoor het kredietrisico (en vice versa).

Figuur 3.3 Nieuwe situatie met CP



- Financiering met deposito's
- Financiering met DTC's
- CP financiering
- Uitlenen

Figuur 3.3 toont de nieuwe situatie waarin CP beschikbaar is. De uitgifte van DTC's is beperkter dan voorheen. Door de invoering van CP wordt een betere afstemming bereikt met de geldmarktbehoefte, zodat de afhankelijkheid van deposito's en de noodzaak tot geldmarktuitzettingen kleiner worden.

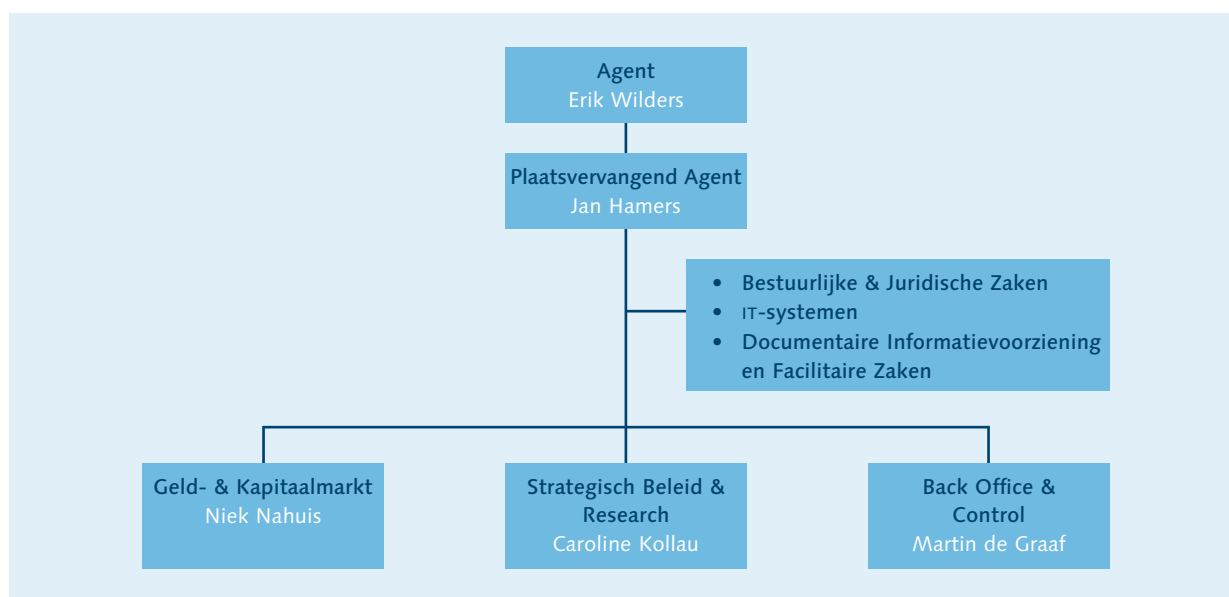
Bijlagen



1 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. The GT is zelf een van de 4 directora-ten-generaal van het ministerie van Financiën.

De andere 3 directoraten-generaal zijn: Rijksbegroting, Fiscale Zaken en Belastingdienst. De 4 directoraten-generaal worden aangevuld door de centrale directies. Het organigram van het Agentschap, met de respectievelijke verantwoordelijken, is als volgt:



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
www.dsta.nl

Reuters: DSTAMENU
 Bloomberg: DSTA
 Bridge: 2981

Ministerie van Financiën

Prinses Beatrixlaan 512, Den Haag
 Postbus 20201, 2500 EE Den Haag
 T 070 342 80 00
www.minfin.nl

2 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. Dit is het deel van de Miljoenennota inzake de Nationale Schuld en wordt aan het Parlement aangeboden op de derde dinsdag van september (Prinsjesdag). Deze Ontwerpbegroting geeft in feite het mandaat om rente en aflossingen op de staatsschuld te betalen en moet, evenals de daaropvolgende wijzigingswetten gedurende het begrotingsjaar, door het Parlement 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 aan het Parlement aangeboden op Prinsjesdag). 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. Rentelasten worden begroot en verantwoord op transactiebasis, overeenkomstig 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 financieringsbeleid vinden 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.

3 Schuldvormen

In 2003 werden in bewaring gegeven fysieke waardepapieren omgezet in inschrijvingen op naam van de 'Aangesloten instellingen van Euroclear Nederland'. Dit betekent dat de overheidsschuld bijna volledig is gedematerialiseerd.

De Wet giraal effectenverkeer geeft beleggers de gelegenheid uitlevering uit het girale circuit te vragen. Bij dematerialisatie

krijgt de verplichting tot uitlevering de vorm van een inschrijving op naam. Als bewijs van inschrijving ontvangt de belegger een afschrift. Rente en aflossing worden automatisch aan de belegger uitbetaald.

Oude schulden

Hoewel het Agentschap al vanaf 1987 geen klassieke schuld-bewijzen heeft uitgegeven, wordt een klein percentage ervan door de houders thuis bewaard. Particuliere beleggers die thuis door de Nederlandse Staat uitgegeven klassieke schuld-bewijzen bewaren, moeten hun rente en hoofdsom binnen de overeengekomen contractuele termijn verzilveren. Wanneer de coupon of de aflossing niet binnen deze periode wordt geïnd, verjaart het recht tot verzilvering. De belegger dient in dat geval bij het Agentschap een met redenen omkleed verzoek in te dienen om alsnog te kunnen verzilveren.

In 2006 eindigde een periode van tien jaar waarin houders van een oud type schuldvordering op naam, uitgegeven in 1815, werden gevraagd zich bij het Agentschap te melden. De beleggers moesten voor deze schuldvordering voorheen elk half jaar de opeisbare rente vorderen. Door het tijdsverloop van bijna 2 eeuwen waren vele houders vergeten hun rente en, als gevolg daarvan, hun rechten op te eisen. Na melding en inschrijving wordt de rente automatisch overgemaakt op het bankrekeningnummer van de houder. In totaal is 95% geregistreerd. De rest vervalt aan de Staat.

4 Uitgegeven waardepapieren

Het Agentschap geeft leningen uit met korte en lange looptijd.

- *DTC's*

De DTC's worden uitgegeven met looptijden van 3, 6, 9 en 12 maanden. Naast de introductie van nieuwe programma's worden ook regelmatig bestaande programma's heropend. Dit schatkistpapier wordt elke eerste en derde maand 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 werd een 30-jarige lening geveild. Ook in 1993 en 1998 werden 30-jarige DSL's uitgegeven. In 2006 werd een nieuwe lening uitgegeven die in 2023 vervalt. Er werd een strip- en destripfaciliteit gecreëerd om de

Tabel Kerncijfers van de gevestigde schuld (DSL's)

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006*
Gemiddelde resterende looptijd	6,9	6,3	6,2	6,1	6,0	5,6	6,1	6,6
Gemiddelde coupon	7,6	6,1	5,7	5,7	5,2	4,8	4,4	4,2

* tot 31 oktober 2006

bestaande 2023-lening (de 30-jarige lening uit 1993 met een coupon van 7,5%) te converteren naar de nieuwe 2023-lening (coupon 3,75%). De nieuwe en de oude 2023-lening zijn fungibel. In 2007 vinden emissies van DSL's om de maand plaats op de tweede dinsdag van de maand plaats. Bij de meeste emissies wordt gebruikgemaakt van de toonbanktechniek. Een of twee keer per jaar worden de leningen geveild door middel van een Dutch Direct Auction (DDA).

- *Commercial Paper*

In 2007 begint het Agentschap voor de eerste keer in de geschiedenis met de uitgifte van Euro Commercial Paper. Naar verwachting zal de looptijd variëren van 1 week tot 3 maanden.

- *Kenmerken van de Nederlandse staatsschuld*

Ongeveer 90% van de Nederlandse staatsschuld bestaat uit DSL's. De overige 10% wordt op de geldmarkt gefinancierd. Uit de tabel blijkt dat de gemiddelde resterende looptijd van de uitstaande DSL-portefeuille in 2006 is toegenomen, deels door de uitgifte van de 2023-lening en de heropening van de 30-jarige DSL. Het Agentschap financiert zo kort mogelijk, op voorwaarde dat het risico voor de begroting (op het punt van rentelasten) acceptabel blijft. De gemiddelde coupon is de laatste jaren ook aanzienlijk gedaald, vooral als gevolg van de neerwaartse beweging van de rentevoet.

5 Uitgiftetechnieken

DSL's en DTC's worden geheel elektronisch uitgegeven, wat de efficiëntie en transparantie van de primaire markt bevordert. De uitgiftetechniek voor DSL's en DTC's is echter verschillend (zie hoofdstuk 2.3).

- *Dutch State Loans (DSL's)*

DSL's worden uitgegeven via de toonbanktechniek (tap auction) of via een 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. Primary Dealers mogen inschrijven tegen de dan geldende koers voor minimaal 25 miljoen euro. Dit bedrag mag

steeds met 5 miljoen euro worden verhoogd. De Primary Dealers hebben gedurende drie dagen na sluiting van de DSL-uitgifte een 'non-comp'-faciliteit voor iedere lening die via de toonbankmethode is uitgegeven (de 'non-comp' is niet van toepassing op de DDA). Door deze faciliteit is een extra afname van maximaal 15% van het uitgegeven volume van de veiling mogelijk. Als Primary Dealers hier gebruik van maken, stijgt het uiteindelijke uitstaande volume tot 15% boven het tijdens de veiling opgehaalde bedrag. Zoals gewoonlijk worden alle leningen verscheidene keren heropend totdat het totale volume ten minste 10 miljard euro bedraagt. In de tussentijd wordt de liquiditeit gewaarborgd via een aan de Primary Dealers ter beschikking staande repofaciliteit.

De Dutch Direct Auction (DDA) wordt gekenmerkt door een uniforme prijs. Het Agentschap wil met de DDA de lening rechtstreeks bij de eindbeleggers plaatsen. Tegen de 'cut-off rate' krijgen de 'real money accounts' voorrang boven 'andere accounts' als banken en hedgefondsen. Om de liquiditeit te waarborgen behoudt het Agentschap zich het recht voor een bepaald percentage (35% in 2006) van de emissie aan 'andere accounts' toe te wijzen. Inschrijvers kunnen hun biedingen op elk moment tot aan de sluiting van de veiling herzien of intrekken.

Bij een DDA kunnen beleggers vanaf 10.00 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 15.00 uur. Op dat tijdstip wordt de spread guidance definitief. De veiling wordt uiterlijk om 17.00 uur gesloten. Om een goede toewijzing te waarborgen kan het Agentschap besluiten het orderboek eerder te sluiten. Dit is verschillende malen gebeurd. Primary Dealers kunnen inschrijven tegen de gequoteerde prijs met een minimumbedrag van 1.000 euro.

- *DTC's*

Schatkistpapier wordt uitgegeven via een uniforme prijstender, met behulp van het Bloomberg Auction System (BAS). Primary Dealers en Single Market Specialists mogen tot een vooraf bepaald tijdstip hun biedingen, rente en volume in het systeem invoeren. Hierna wordt bepaald welke volumes worden toegewezen. Van partijen die onder de 'cut-off rate' hebben geboden wordt de bieding gewoonlijk volledig

geaccepteerd. Biedingen tegen deze rate worden volledig of gedeeltelijk geaccepteerd, afhankelijk van het resterende toegewezen bedrag.

In het belang van een evenwichtige markt heeft het Agentschap het recht 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.

Met ingang van 2007 beginnen de DTC-veilingen om 11.00 uur (een half uur later dan in voorgaande jaren) en ze sluiten om 11.30 uur. Elk bod moet een volume hebben van minimaal 10 miljoen euro of een veelvoud daarvan. Tot het moment van sluiting kan iedere deelnemer zijn bod herzien of intrekken.

6 Faciliteiten

• *Inkoopfaciliteit*

De inkoopfaciliteit biedt aangesloten instellingen de mogelijkheid om posities in obligaties uitgegeven voor 1996 die een uitstaand bedrag hebben van minder dan 2,5 miljard euro, te verkopen aan de Staat. De inkoopfaciliteit garandeert de verhandelbaarheid en liquiditeit van dergelijke leningen voor beleggers. Vanaf medio 2005 is het uitstaande volume van dergelijke leningen gedaald tot ongeveer 10% van het totale uitgegeven volume. Het past bij het streven om een zo groot mogelijk deel van de totale schuld in 'liquide' leningen te concentreren, dat het Agentschap vanaf 1999 alleen leningen heeft uitgegeven die na meerdere uitgiftemomenten een volume van minimaal 10 miljard euro hebben.

• *Repo-faciliteit*

De repofaciliteit verbetert de liquiditeit van DSL's en DTC's en stelt Primary Dealers in staat om op ieder moment DSL's en DTC's van het Agentschap te verwerven, op voorwaarde dat deze nog niet een uitstaand volume van 10 miljard euro hebben bereikt. De Primary Dealers betalen hiervoor een premie van 25 basispunten. Deze faciliteit staat alleen ter beschikking van Primary Dealers (DSL's en DTC's) en Single Market Specialists (alleen DTC's). In 2007 geldt voor repo-transacties een transactie bedrag van minimaal 10 miljoen euro.

7 Onderpand en bronbelasting

• *Onderpand swaps*

Voor swaps is onderpand vereist om het kredietrisico voor de Staat te beperken. De tegenpartij van de Staat is verplicht onderpand te leveren wanneer de renteswap een positieve waarde heeft. Als onderpand worden geaccepteerd cash in euro's en verhandelbare staatsleningen uitgegeven door kredietwaardige overheden in de eurozone, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten. De waarde van alle swaps en het gestorte onderpand worden wekelijks bepaald. Op cash wordt rente vergoed. De afrekening van deze rente vindt plaats op de laatste werkdag van de maand.

• *Bronbelasting*

In veel landen wordt bronbelasting geheven op inkomsten uit in het buitenland aangehouden effecten. Omdat deze inkomsten vaak ook worden belast in het land van herkomst, is er dikwijls sprake van dubbele belastingheffing. Om dit te voorkomen heeft Nederland met veel landen verdragen gesloten die voorzien in een vrijstelling van belasting op dividend en rente in het land van herkomst. Het Agentschap valt onder de reikwijdte van belastingverdragen ter voorkoming van dubbele belastingheffing. 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 deze vrijstelling in aanmerking te komen, heeft het Agentschap via de settlementinstellingen bij de betreffende landen de nodige verzoekschriften ingediend. De vrijstelling is verleend.

8 Clearing en settlement

Het Agentschap is aangesloten bij Euroclear Nederland, de centrale bewaarinstelling in Nederland. Van daaruit worden waardepapieren geleverd aan Euroclear in Brussel en aan Clearstream in Luxemburg. Teneinde de internationale marktpraktijk te volgen, worden nieuwe uitgiftes afgewikkeld via de emissierekeningen bij Euroclear (Brussel) en via de elektronische bridge bij Clearstream. De handel op de primaire markten en de daaropvolgende handel op de secundaire markten verloopt efficiënt. Het Agentschap is ook aangesloten bij SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication). SWIFT wordt gebruikt voor het bevestigen van transacties aan tegenpartijen, voor communicatie over settlement met Euroclear en Clearstream en voor betalingstransacties met De Nederlandsche Bank. Meer dan 95% van de SWIFT-berichten worden automatisch door ons systeem gegenereerd en verzonden.

Statistische informatie



1 Rentelasten staatsschuld

De cijfermatige informatie in deze bijlage is afgesloten op 17 november 2006 (tenzij anders aangegeven)

	2005	2006	2007
Rentelasten			
Rentelasten vaste schuld	9.013	8.448	8.289
Rentelasten vlottende schuld (DTC's en andere korte financiering)	504	900	1.145
Agio bij inkoop schuld	145	35	0
Totaal rentelasten schuld	9.662	9.383	9.434
Rentebaten			
Rentebaten vlottende schuld (inclusief schatkistsaldo)	102	31	36
Rentebaten EURIBOR swaps	88	131	118
Rentebaten EONIA swaps	8	0	0
Disagio bij inkoop schuld	7	0	0
Totaal rentebaten schuld	205	162	154
Netto rentelasten schuld	9.457	9.221	9.280
Netto rentelasten in % BBP	1,9	1,7	1,7

De rentelasten in 2005 betreffen realisaties.

De resultaten voor 2006 zijn voorlopig en gebaseerd op de Najaarsnota.

De rentelasten voor 2007 zijn gebaseerd op de begroting Nationale Schuld 2007

2 Verloop van de gevestigde schuld in 2006

In duizenden euro's

55

Statistische informatie

Stand op 31 december 2005		202.340.029
In 2006 werd nieuw uitgegeven		
Openbare leningen	23.219.467	
Onderhandse leningen	779	
	bij	23.220.246
In 2006 werd afgelost		
Reguliere aflossingen		
Openbare leningen	25.657.934	
Onderhandse leningen	66.298	
Vervroegde aflossingen en inkoop		
Openbare leningen	13.466	
Onderhandse leningen	182.225	
	af	25.919.923
Stand op 17 november 2006		199.640.352

3 Obligatie-emissies voor de dekking van de reguliere financieringsbehoefte in 2005 and 2006

Maand van uitgifte	ISIN-code	Naam lening	Uitgifte	Opbrengst	Effectief rendement
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%
november	NL0000102242	3,25% NED 2005 per 15 juli 2015	vervolguitgifte	1,8	3,52%
			Totaal	32,1	
2006					
januari	NL0000101707	2,75% NED 2006 per 15 april 2009	eerste uitgifte	1,9	2,91%
februari	NL0000102275	3,75% NED 2006 per 15 januari 2023	eerste uitgifte	2,3	3,71%
maart	NL0000101707	2,75% NED 2006 per 15 april 2009	vervolguitgifte	1,9	3,32%
	NL0000103000	hoofdsom per 15 januari 2023	hoofdsommen	1,0	3,93%
april	NL0000101707	2,75% NED 2006 per 15 april 2009	vervolguitgifte	2,0	3,45%
mei	NL0000102234	4% NED 2005 per 15 januari 2037	vervolguitgifte	1,8	4,29%
juni	NL0000103000	hoofdsom per 15 januari 2023	hoofdsommen	0,5	4,19%
juli	NL0000102283	4% NED 2006 per 15 juli 2016	eerste uitgifte	5,1	4,10%
september	NL0000102283	4% NED 2006 per 15 juli 2016	vervolguitgifte	2,2	3,85%
oktober	NL0000102283	4% NED 2006 per 15 juli 2016	vervolguitgifte	2,8	3,79%
november	NL0000101707	2,75% NED 2006 per 15 april 2009	vervolguitgifte	1,6	3,69%
			Totaal	23,2	

4 Renteswaps

Stand op 31 december (behalve 2006), in miljoenen euro's

57

Statistische informatie

Startdatum	Einddatum	Nominaal bedrag	Vaste rente ¹ (%)	Variabele rente ² (%)	Type ³
2001	2011	3.000	5,2073	2,1980	receive
2002	2012	700	5,2899	2,1690	receive
2003	2013	200	4,2153	2,1970	receive
2004	2008	3.998	3,2444	2,1932	pay
2005	2008	3.980	3,0732	2,5915	receive
	2010	1.480	3,2205	2,5840	pay
	2014	1.050	3,7061	2,1848	pay
	2015	4.000	3,7887	2,1800	pay
	2016	375	3,6933	2,1727	pay
	2035	6.010	4,1567	2,2233	receive
2006 ⁴	2009	1.000	3,1150	2,9450	receive
	2010	2.000	3,8670	3,6295	receive
	2011	6.188	3,6695	3,1275	pay
	2021	3.493	4,0294	3,1525	receive
	2026	1.910	4,1164	3,1525	receive
	2036	1.825	4,5011	3,0514	receive

- 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 swapcontracten waarbij de Staat de lange rente ontvangt en de korte rente betaalt. Payer swaps zijn swap contracten waarbij de Staat de lange rente betaalt en de korte rente ontvangt.
- 4 Tot 17 november 2006 (afsluitdatum in deze Outlook).

5 Resultaten van de geldmarktbenchmark

	2002	2003	2004	2005	Geaccumuleerd
Resultaten EONIA-benchmark vergeleken met financiering vóór 2002	29,6	17	-2,6	-17,3	26,7
Outperformance van de benchmark	2,7	11,9	8,2	11,7	34,5
Totaalresultaat	32,3	28,9	5,6	-5,6	61,2

De resultaten van financiering tegen het EONIA-tarief (vergeleken met de financieringsmethode vóór 2002) kunnen van jaar tot jaar verschillen. Geaccumuleerd realiseert de EONIA-benchmark lagere lasten dan de financieringsmethode vóór 2002.

6 Kerngegevens staatsleningen in 2006

In duizenden euro's

59

Statistische informatie

Ontwikkeling in 2006					
	Totaal 31-12-2005	Emissies	Aflossingen	Totaal 17-11-2006	ISIN-code
A Openbare leningen					
6,00 % DSL 1996 per 15 januari 2006	12.329.020	-	12.329.020	0	NL0000102226
8,50 % DSL 1991 per 1 juni 2006	429.914	-	429.914	0	NL0000101954
3,00 % DSL 2003 per 15 juli 2006	12.899.000	-	12.899.000	0	NL0000102697
8,75 % DSL 1992 per 15 januari 2007	173.047	-	200	172.847	NL0000101996
5,75 % DSL 1997 per 15 februari 2007	13.637.194	-	-	13.637.194	NL0000102267
8,25 % DSL 1992 per 15 februari 2007	308.759	-	421	308.338	NL0000102028
3,00 % DSL 2004 per 15 juli 2007	12.216.000	-	-	12.216.000	NL0000102119
8,25 % DSL 1992 per 15 september 2007	564.339	-	12.478	551.861	NL0000102051
2,50 % DSL 2005 per 15 januari 2008	10.222.000	-	-	10.222.000	NL0000102150
5,25 % DSL 1998 per 15 juli 2008	11.118.031	-	-	11.118.031	NL0000102291
2,75 % DSL 2003 per 15 januari 2009	10.366.430	-	-	10.366.430	NL0000102101
2,75 % DSL 2006 per 15 april 2009	-	7.511.000	-	7.511.000	NL0000102275
3,75 % DSL 1999 per 15 juli 2009	11.588.000	-	-	11.588.000	NL0000102416
3,00 % DSL 2004 per 15 januari 2010	12.121.486	-	-	12.121.486	NL0000102309
7,50 % DSL 1995 per 15 april 2010	529.504	-	-	529.504	NL0000102192
5,50 % DSL 2000 per 15 juli 2010	10.227.366	-	-	10.227.366	NL0000102580
5,00 % DSL 2001 per 15 juli 2011	13.145.000	-	-	13.145.000	NL0000102606
5,00 % DSL 2002 per 15 juli 2012	10.487.000	-	-	10.487.000	NL0000102671
4,25 % DSL 2003 per 15 juli 2013	13.218.000	-	-	13.218.000	NL0000102689
3,75 % DSL 2004 per 15 juli 2014	11.709.846	-	-	11.709.846	NL0000102325
3,25 % DSL 2005 per 15 juli 2015	10.083.765	-	-	10.083.765	NL0000102242
4,00 % DSL 2006 per 15 juli 2016	-	10.045.467	-	10.045.467	NL0000102283
7,50 % DSL 1993 per 15 januari 2023	8.241.489	-	-	5.890.200	NL0000102077
3,75 % DSL 2006 per 15 januari 2023	-	2.273.000	-	6.189.289	NL0000102275
Hoofdsom per 15 januari 2023*	-	1.565.000	-	0	NL0000103000
5,50 % DSL 1998 per 15 januari 2028	8.886.814	-	-	8.886.814	NL0000102317
4,00 % DSL 2005 per 15 januari 2037	6.010.427	1.825.000	-	7.835.427	NL0000102234
2 1/2 % Grootboek	23.052	-	250	22.802	NL0000006286
3 1/2 % Grootboek	411	-	-	411	NL0000002707
3 % Grootboek	9.708	-	117	9.591	NL0000004802

* Hoofdsommen worden gebruikt om de 2023-leningen samen te stellen en zijn daarom in de uitstaande bedragen van deze leningen opgenomen.

Samenvatting

Ontwikkeling in 2006				
	Totaal 31-12-2005	Emissies	Aflossingen	Totaal 17-11-2006
A Openbare leningen				
Totaal openbare leningen	200.545.603	23.219.467	25.671.400	198.093.670
B Onderhandse leningen				
Totaal onderhandse leningen	1.794.426	779	248.523	1.546.682
Totaal	202.340.029	23.220.246	25.919.923	199.640.352

7 Jaarlijkse rente en aflossingen, 2006-2037

In miljoenen euro's, volgens de stand van de langlopende schuld per 17-11-2006

61

Statistische informatie

	Rentebetalingen	Aflossingen
17-11 tot 31-12-2006	30	0
2007	8.554	26.959
2008	7.262	21.372
2009	6.420	29.503
2010	5.491	22.910
2011	4.522	13.306
2012	3.853	10.813
2013	3.303	13.375
2014	2.729	11.748
2015	2.287	10.126
2016	1.956	10.095
2017	1.552	296
2018	1.528	57
2019	1.524	58
2020	1.520	53
2021	1.515	38
2022	1.514	71
2023	1.508	12.086
2024	805	0
2025	805	33
2026	804	0
2027	804	2
2028	804	8.887
2029	315	0
2030	315	0
2031	315	0
2032	315	16
2033	313	0
2034	313	0
2035	313	0
2036	313	0
2037	313	7.835

De cijfermatige informatie in de Statistische bijlage is afgesloten
op 17 november 2006 (tenzij anders aangegeven)

Colofon

Ontwerp Studio Tint Den Haag

Fotografie Kelle Schouten, Stompwijk

Drukwerk Drukkerij van Deventer, 's-Gravenzande

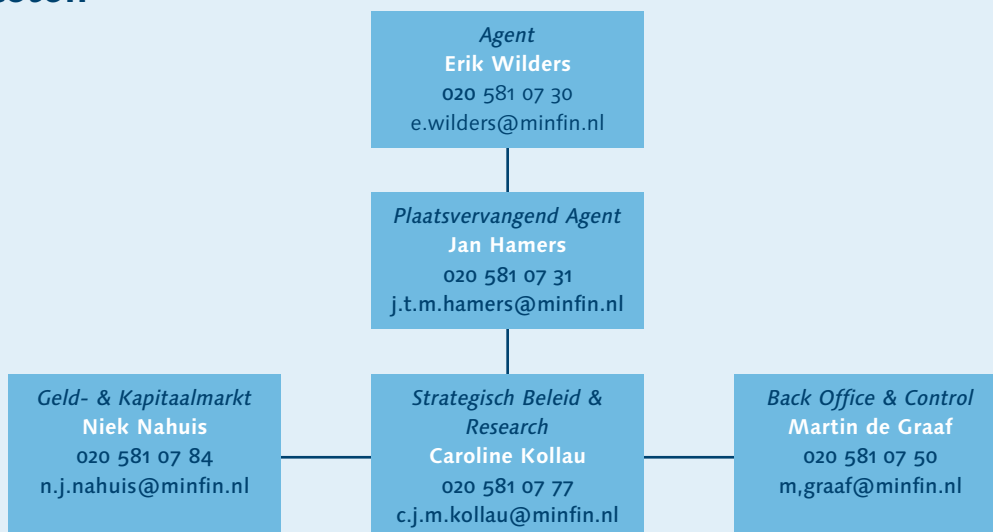
ISSN 1566-0591

001dec2006

Hoogtepunten Outlook 2007

- Basisrisicobedrag: **€ 50 mld. (9% BBP)**
- Financieringsbehoefte: **€ 41 mld.**
- Verwachte financiering op geldmarkt: **€ 23 mld.**
- Streefbedrag kapitaalmarktfinanciering: **€ 15-22 mld.**
- Instrumenten: **10-jarige lening (nieuw) en 3- en 30-jarige lening (heropeningen)**
- **Dutch Direct Auction voor nieuwe 10-jarige lening in juni of juli 2007**
- **DSL-veilingen, ten minste eenmaal per 2 maanden op de tweede dinsdag**
- **DTC-veilingen, iedere eerste en derde maandag van de maand**
- Nieuw: **Commercial Paper, in euro's en vreemde valuta's, voor looptijden onder de 3 maanden**
- **DTC's blijven voor looptijden van 3 tot 12 maanden het enige financieringsinstrument op de geldmarkt**
- Nieuwe Primary Dealer: **Royal Bank of Scotland**

Contacten



DSL kalender voor 2007

Maand van uitgifte	Aankondiging (woensdag)	Uitgifte (2 ^e dinsdag)	Storting (vrijdag)	DSL
januari	3	9	12	30-jarig 2037
februari	geen uitgifte			
maart	7	13	16	3-jarig april 2009 reserveveiling
april	4	10	13	
mei	2	8	11	
juni	DDA 10-jaars			
juli				
augustus	geen uitgifte			
september	5	11	14	
oktober	3	9	12	reserveveiling
november	7	13	16	
december	5	11	14	reserveveiling

DTC kalender voor 2007

Veiling	Storting	DTC 3-maands	DTC 6-maands	DTC 9-maands	DTC 12-maands
02-01-07*	04-01-07	30-03-07			19-12-07
15-01-07	17-01-07	30-04-07		28-09-07	
05-02-07	07-02-07	30-04-07	31-07-07		
19-02-07	21-02-07	31-05-07			19-12-07
05-03-07	07-03-07	31-05-07	31-08-07		
19-03-07	21-03-07	29-06-07	28-09-07		
02-04-07	04-04-07	29-06-07			31-03-08
16-04-07	18-04-07	31-07-07		19-12-07	
08-05-07*	10-05-07	31-07-07	31-10-07		
21-05-07	23-05-07	31-08-07			31-03-08
04-06-07	06-06-07	31-08-07	30-11-07		
18-06-07	20-06-07	28-09-07	19-12-07		
02-07-07	04-07-07	28-09-07			30-06-08
16-07-07	18-07-07	31-10-07		31-03-08	
06-08-07	08-08-07	31-10-07	31-01-08		
20-08-07	22-08-07	30-11-07			30-06-08
03-09-07	05-09-07	30-11-07	29-02-08		
17-09-07	19-09-07	19-12-07	31-03-08		
01-10-07	03-10-07	19-12-07			30-09-08
15-10-07	17-10-07	31-01-08		30-06-08	
05-11-07	07-11-07	31-01-08	30-04-08		
19-11-07	21-11-07	29-02-08			30-09-08
03-12-07	05-12-07	29-02-08	30-05-08		
17-12-07	19-12-07	31-03-08	30-06-08		

Nieuwe programma's: gearceerd

* Dinsdag



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

