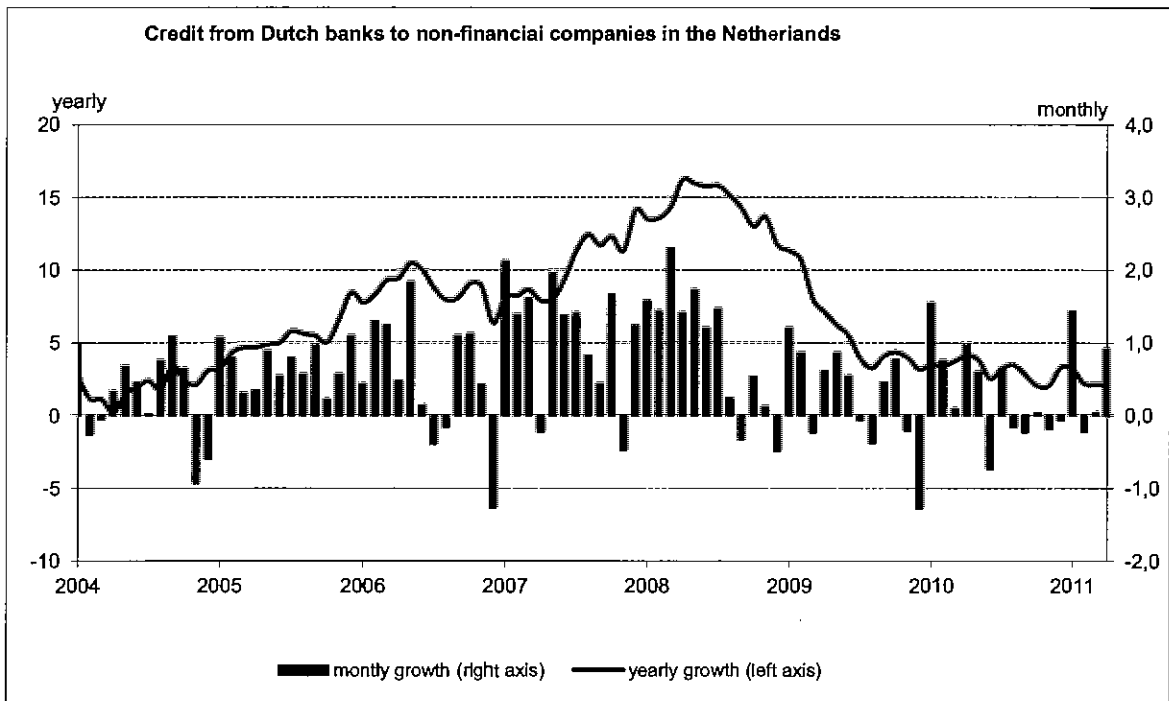
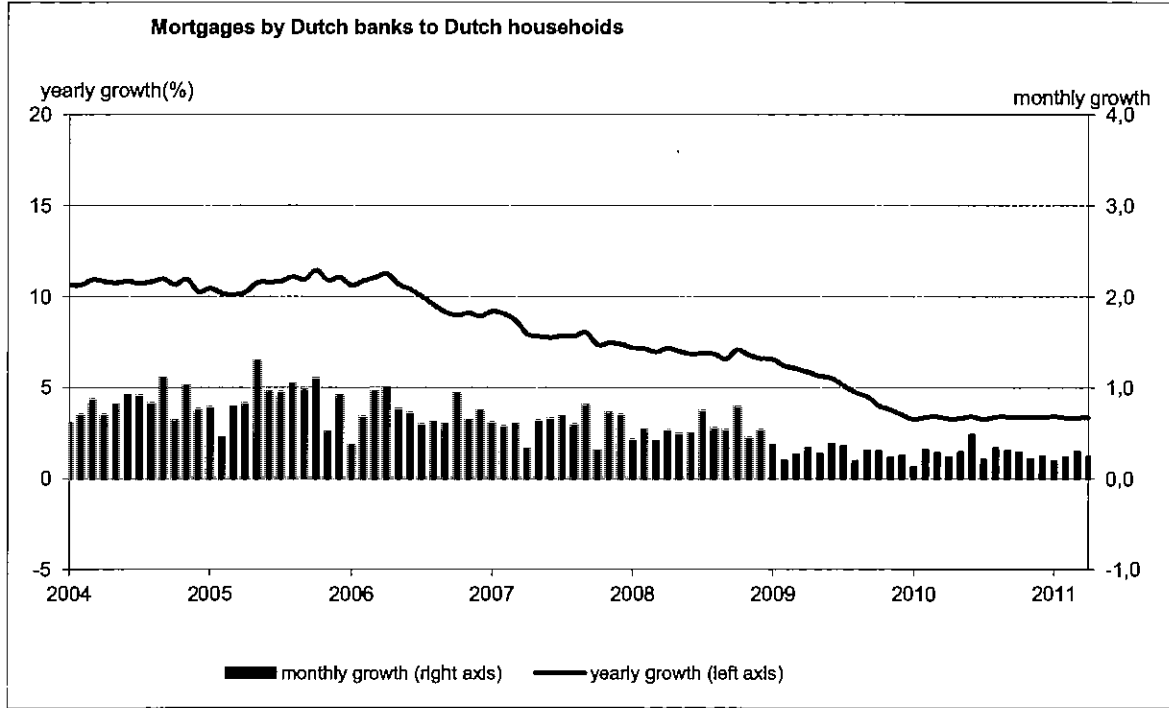


Additional information for Fitch

Credit growth during and after the crisis

The following figures provide some insight with respect to your question about credit growth during the crisis. Please note that credit growth did slow down but on average has remained positive, both to households and companies.



SOURCE: DNB

Recent research of the DNB has shown that a majority of banks has recently relaxed policies for loans to SMEs and large enterprises. The relaxation concerns both short-term and long-term loans. This is a positive sign that credit supply conditions are improving.

Financial sector

	Rabobank	ABN Amro	SNS	ING	NL
Core tier 1 capacity (in millions of euros)	34.461	12.048	NA	5.9	
Core tier 1 ratio	15,70%	12,80%	8,10%	9,60%	
Institutional structure:	cooperation of 141 local banks (non joint stock holding company), did not receive state aid	became a nationalised bank in 2008. Received by judicial merger with Fortis. 30 billion euros of state aid.	a public bank. Shares are traded at the NYSE Amsterdam. Received 750 million euros state aid. 185 million paid back.	a public bank. Shares are traded at the NYSE Amsterdam and state owns shares. Received 10 billion euros state aid. 7 billion euro has already been paid off. Plans for paying back 3 billion as soon as possible	
Non performing loans (in millions of euros)	9.284	9.491	1.773	NA	
Non performing loans ratio	2,10%	7,80%	14,60%	2,20%	
Loan to deposit ratio	NA	135%	136%	106%	121%

In addition to these numbers, you were also interested in foreign currency holdings of Dutch banks. We were not completely sure what data you were interested in: cash in foreign currencies on bank balance sheets, assets in foreign currencies on bank balance sheets (unhedged by fx swaps?), deposits in foreign currencies, unhedged net positions in foreign currencies, also assets and deposits within the euro currency zone but outside the Netherlands etc. Please specify what you are interested in, although unfortunately most of this information is confidential or simply not registered. For your information I included a figure based on BIS numbers on foreign exposure to GIIPS below.

Foreign exposures to Greece, Ireland, Portugal and Spain, by bank nationality											
End-Q2 2010; in billions of US dollars											
	Type of exposures	Bank nationality									
		DE ¹	ES ²	FR ³	IT	OEA ²	GB	JP	US	ROW	Total
Greece	Public sector	22.6	0.6	17.8	2.7	16.0	2.9	1.0	1.5	1.0	65.0
	+ Banks	4.7	0.0	0.8	0.9	1.3	1.6	0.5	1.2	1.2	12.3
	+ Non-bank private	9.6	0.2	38.7	1.7	12.4	7.6	0.7	4.5	3.8	79.2
	+ Unallocated sector	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
	= Foreign claims	36.8	0.9	57.3	5.3	29.8	12.1	2.2	7.2	6.1	156.6
	+ Other exposures ⁴	28.6	0.5	25.7	1.6	2.8	4.8	0.1	29.0	2.4	65.5
	= Total exposures	65.4	1.3	83.1	6.8	31.6	17.0	2.3	36.2	8.5	252.1
Ireland	Public sector	3.4	0.2	6.1	0.8	3.2	3.5	1.6	1.5	1.8	22.2
	+ Banks	47.5	3.3	18.9	2.9	8.8	31.1	1.6	19.8	11.7	145.7
	+ Non-bank private	87.7	10.5	18.5	10.7	44.7	97.0	17.6	35.9	26.1	348.5
	+ Unallocated sector	0.0	0.0	0.0	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	1.0	1.5
	= Foreign claims	138.6	14.0	43.6	14.6	56.9	131.6	20.8	57.2	40.5	517.9
	+ Other exposures ⁴	47.9	3.7	33.7	10.0	7.3	56.9	1.2	51.0	18.2	228.9
	= Total exposures	186.4	17.7	77.3	24.7	64.2	187.5	22.0	108.3	58.8	746.8
Portugal	Public sector	7.4	8.1	14.2	0.8	7.5	2.3	1.2	0.8	1.6	44.0
	+ Banks	17.1	7.0	13.8	2.5	5.0	5.6	0.3	1.1	0.8	53.2
	+ Non-bank private	12.7	62.7	13.3	1.3	6.6	14.4	0.8	1.4	1.5	114.6
	+ Unallocated sector	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	= Foreign claims	37.2	77.8	41.3	4.6	19.1	22.2	2.2	3.3	4.0	211.8
	+ Other exposures ⁴	7.0	20.6	7.2	3.0	2.1	6.8	0.4	32.3	1.5	80.8
	= Total exposures	44.3	98.3	48.5	7.6	21.2	29.0	2.6	35.6	5.5	292.6
Spain	Public sector	26.2	...	40.4	2.5	16.2	9.2	8.8	4.5	3.4	111.2
	+ Banks	81.1	...	50.2	9.2	48.2	28.8	4.4	23.8	9.6	255.3
	+ Non-bank private	74.4	...	74.0	13.9	87.2	66.7	8.7	24.2	10.5	359.5
	+ Unallocated sector	0.0	...	0.0	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.4	0.7
	= Foreign claims	181.6	...	164.6	25.8	151.7	104.7	21.9	52.5	23.9	726.7
	+ Other exposures ⁴	34.9	...	36.7	11.4	12.4	31.8	3.2	120.4	12.3	263.0
	= Total exposures	216.6	...	201.3	37.2	164.1	136.5	25.1	172.8	36.2	989.8

DE = Germany; ES = Spain; FR = France; IT = Italy; OEA = other euro area; GB = United Kingdom; JP = Japan; US = United States; ROW = rest of the world.

¹ Foreign claims of German banks on the four countries are on an immediate borrower basis. ² Exposures of banks headquartered in the respective country are not included, as these are not foreign exposures. ³ Exposures of French banks to the four countries are currently under review and are subject to revisions. ⁴ Positive market value of derivative contracts, guarantees extended and credit commitments.

Source: BIS consolidated banking statistics (ultimate risk basis). Table 1

Pension agreement

Two days after your visit, government and social partners announced to have reached an agreement on pension reform. The agreement is a response to the problems the pension system is currently experiencing, most notably the rise in life expectancy but also the increasingly volatile financial markets. These developments are seen as structural, and therefore require a structural solution. The agreement consists of the following main elements:

- The (first pillar) pension age will be increased to 66 in 2020, and will be linked to life expectancy from that point on. It is expected that this will mean an increase to 67 in 2025.
- The first pillar pension (AOW) will rise with 0,6% a year from 2013 onward up to 2028.
- The agreement allows employees to choose to retire either earlier or later than the (first pillar) retirement age. Retiring one year earlier, will reduce one's state pension benefits by 6,5% , retiring one year later will increase the pension benefits with 6,5%.
- The fiscal framework will be curtailed, among other things by raising the fiscal retirement age to 66 in 2013 and to 67 in 2015 (this refers to the fiscal facilitation of second pillar pensions). From then on, the fiscal retirement age will also be linked to life-expectancy.

- As for the second pillar pensions, there will be a change in the nature of the contracts, allowing pension benefits to float with the fluctuations on the financial markets. This allows pension funds to focus more on high returns and to focus less on certainty, through the choice on their asset mix and the amount of financial reserves. As the results of the investment policy will more directly affect participants pensions, more risk is being transferred to the participant.
- The agreements aims to prevent further increases in the pension premiums as much as possible.

The agreement still has to be confirmed by the members of the unions, and by Parliament.

Improved figures in the spring memorandum

The Spring Memorandum reports an expected budget deficit of 3.6 percent of the Gross Domestic Product (GDP) for 2011: a 0.4 percent improvement compared to the Coalition Agreement. This re-adjustment is in particular the result of the economy picking up, which results in higher gas revenues (0.2%), tax revenues (0.1%) and a decreased expenditure on interest (0.1%). The EMU debt decreases from 66 percent of the GDP to 64 percent. This is for a major part the result of the repayments made by ING and Aegon.

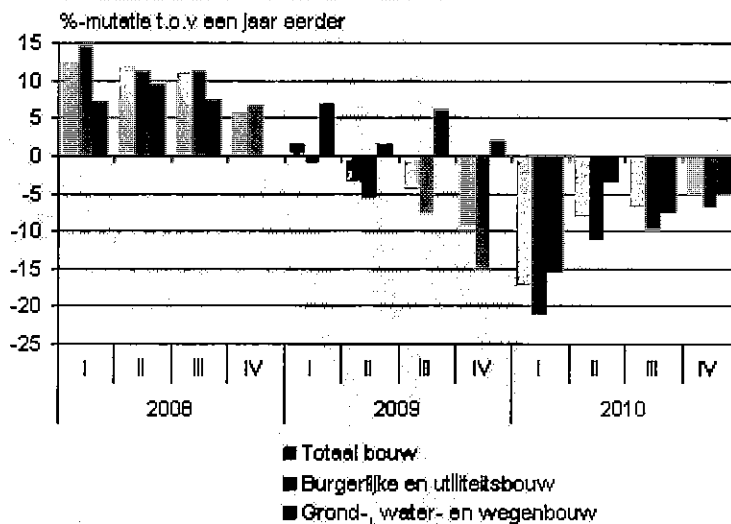
Housing market

Regarding your question on construction figures.

New houses delivered on the market:

- 2005: 67 016
- 2008: 78 882
- 2009: 82 932
- 2010: 55 999

The following figure shows growth figures for production of the construction sector during the last three years (lightest blue is total, darkest blue is roads, water and ground, middle is houses and office buildings).



Bron: CBS

Current account

Current account 1995-2012 (SOURCE: CPB)

	1995	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Balance of trade in goods	17,50	23,78	40,71	41,50	43,66	43,68	38,38	45,03	47,53	49,50
Balance of trade in services	-0,16	-0,59	3,05	0,31	3,33	4,92	2,99	3,34	5,51	7,21
Balance of primary incomes	4,53	9,02	2,48	14,53	9,50	-11,33	-15,46	-1,06	0,94	2,94
Balance of secondary income	-2,99	-5,57	-7,82	-7,59	-8,21	-8,68	-6,36	-7,75	-8,05	-8,56
Current account balance (A)	18,89	26,63	38,42	48,74	48,29	28,59	19,54	39,57	45,94	51,09
Energy Balance	1,02	-1,78	-2,18	-3,58	-4,94	-2,19	-2,80	-3,94	-8,47	-10,11
Balance re-exports (re - re entry serving) (B)	4,67	10,06	13,65	15,38	16,98	17,11	16,13	18,64	20,44	22,47
Current account balance (% GDP)	6,19	6,37	7,49	9,02	8,46	4,80	3,42	6,69	7,54	8,08
Current account balance excluding re-exports (AB) / C * 100	4,658964	3,96449	4,824243	6,176789	5,47612	1,92578	0,596819	3,54783	4,1835	4,5303
Gross domestic product prices in the market value (C)	305,2610	417,9600	513,4070	540,2160	571,7730	596,2260	571,9790	590,0830	609,5172	631,7279

As can be seen, the growth in the current account balance is mainly driven by re-exports.

Household savings

Savings (% of disposable family income)

	1970	1980	1990	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Private	5,4	0,9	9,5	-1,0	-2,7	-1,9	-1,1	-2,3	0,2	0,0	0	1/4
Collective*	7,5	10,7	8,7	7,9	9,1	8,0	8,1	7,9	6,6	5,9	6,75	7,75
Total	12,9	11,6	18,2	6,9	6,4	6,1	6,9	5,7	6,8	5,9	7	8

* Balance of pension contributions and -benefits

Source: CPB, <http://www.cpb.nl/en/publication/central-economic-plan-2011>

Measures with regards to the labour market

In addition to the pension reforms, a number of measures are foreseen:

- *Work Capacity Act (Wet Werken Naar Vermogen)*
Through the Work Capacity Act the government wishes to reform the Work and Social Assistance Act, Invalidity Insurance (Young Disabled Persons) Act and Sheltered Employment Act and move towards a locally implemented scheme for the lower end of the labour market. This will enable municipalities to get more people into work, make more targeted and effective use of their budgets and cut costs. The Invalidity Insurance (Young Disabled Persons) Act will continue to exist for young people who are completely and permanently unable to work because of medical problems or disability. Those who are currently receiving support via the Sheltered Employment Act will not be reassessed. People who are assessed as eligible for a sheltered workplace will retain access to the Sheltered Employment Act. Wage dispensation will be made available to municipalities. Reintegration funds will be used selectively for vulnerable groups on the labour market.
- *Vitality scheme*
With a view to demographic ageing and the contracting labour force, participation and long-term employability must be encouraged wherever possible. To increase participation among older people and long-term employability, the life-course savings scheme and the salary savings schemes will be merged to form a single scheme based on the coalition agreement, known as the vitality scheme. For the government it is important that the vitality scheme is workable. The House of Representatives will be sent a letter before the summer providing further details of the vitality scheme.
- *Phasing out of double tax credit*
The transferable tax credit for working breadwinner families is being phased out over 15 years as from 2009. Two exceptions had been made: breadwinner families with young children (up to the age of 5) and families with a non-working partner born before 1 January 1972. The exception for families with young children will be abolished and the age limit for non-working partners will be changed to 1 January 1963. These measures will provide a stronger financial incentive to encourage non-working partners to find work. The double tax credit will be phased out of the reference minimum wage over a period of 20 years starting in 2012. This will encourage labour participation because it will be more attractive for social assistance recipients to accept work.
- *Abolition of exemption from applying for jobs*
The exemption from applying for work available to single parents with young children will be abolished as from 2012. This will increase the participation chiefly of single mothers.

Participation rate in people and hours

According to the OECD, nearly 75% of people aged 15 to 64 in the Netherlands have a paid job. People in the Netherlands work 1378 hours a year, the lowest rate in the OECD.

International investment position

Please see the attached excel-document.

Quotes Rating Agencies:

Overheidsfinancien:

"In the event that the budget deficit falls short by more than 1%, the cabinet has committed itself in its government agreement to take extra consolidation measures. In general, the government has been quite good at implementing spending cuts, though overruns in health care spending are becoming a recurring feature of Dutch government finances. In September 2011, the government announced a budget that is in line with the coalition agreement. The CPB, the government's independent forecasting body, expects a deficit of 2.9% of GDP in 2012, an expectation that is incorporated into the rating." (Moody's, *Credit Analysis*, 22-11-2011)

"In a more qualitative assessment, we consider the Netherlands' willingness and ability to honour its obligations to be very high given its unblemished track record of timely payments. [...] Also, the Netherlands has a track record of maintaining prudent fiscal policies and relatively low debt levels. Although the deterioration in fiscal metrics since 2007 has been notable (we expect that the ratio of debt to GDP will have risen by nearly 20 percentage points by the end of 2012), there is a widespread political consensus in favour of fiscal consolidation and debt reduction. The Dutch have a track record, which extends back nearly two centuries, of bringing debt levels down when they have risen too high." (Moody's, *Credit Analysis*, 22-11-2011)

"Risks could hamper the Netherlands' growth prospects and financial stability and complicate fiscal consolidation efforts, despite broad political consensus favoring conservative fiscal policies in the medium term." (S&P, *Credit Watch Negative*, 4-12-2011)

"We could lower the rating if we see that public finances deviate in a significant and sustained way from the planned 2012-2015 budgetary consolidation path due to a prolonged decline in growth. If the general government net borrowing requirements were to consistently exceed 3% of GDP per year in the medium term, we could lower the fiscal score, which could, in turn, trigger a lowering of the rating. Conversely, we could revise the outlook to stable if we see that sustained external pressures within the eurozone do not significantly affect growth in The Netherlands, enabling it to continue to consolidate public finances and preserve its traditionally strong net external position." (S&P, *Outlook Negative*, 13-1-2012)

Private schuld:

"In general, the Netherlands has a low susceptibility to event risk, but the financial sector stands out as a source of potential vulnerability due to its size and the highly leveraged household sector." (Moody's, *Credit Analysis*, 22-11-2011)

"High levels of household indebtedness could pose a risk going forward" (Moody's, *Credit Analysis*, 22-11-2011)

Hervormingen:

"The momentum behind any further reforms seems to have stalled (the last major measures were passed in the second Balkenende government, which was in office between 2003 and 2006). Given that demographic factors will act as a drag on growth over the medium to long term, further measures to increase labour participation would be credit positive." (Moody's, *Credit Analysis*, 22-11-2011)



TER INFORMATIE

Aan
Minister

**Directie Algemene Financiële
en Economische Politiek**

Inlichtingen

T 070-342
F 070-342
@minfin.nl

Datum

5 december 2011

Notitienummer

AFEP/2011/384

Rubriek

B2.2. Analyses

Auteur

Van

Directie AFEP

Kopie aan

, BBL, AGT, FM

Bijlagen

1. Q&A Rating

notitie

S&P review

Paraaf
Minister

Via
SG

Via
directeur AFEP

Medeparaaf
FM

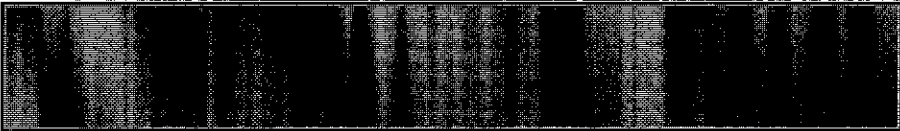
Medeparaaf
AGT

Aanleiding

De review van Standard & Poor's (S&P) wordt rond tien uur vanavond gepubliceerd. Deze notitie gaat nader op deze review in.

Kern

- S&P zet de Nederlandse AAA-rating onder "credit watch with negative implications". Dit betekent dat zij de rating van Nederland mogelijk binnen 90 dagen verlagen naar AA+. S&P geeft in het rapport aan dat zo snel mogelijk na de Eurotop van 9 december aan te geven of de (long-term) rating ook daadwerkelijk naar beneden wordt bijgesteld.
- Volgens S&P is deze actie het gevolg van de verergerende Europese schuldenproblemen en de grote impact daarvan op Nederland. S&P noemt hierbij drie criteria waarnaar zij in het bijzonder kijken:
 - *Political score*. Een kwalitatieve indicator die aangeeft hoe voorspelbaar en effectief beleid op ontwikkelingen reageert. S&P wijst hierbij op het besluitvormingsproces van de EU. S&P vreest dat Europese risico's, als gevolg van inadequate actie op Europees niveau, de Nederlandse groeivoorzichten bedreigt en daarmee onze consolidatieplannen (hoewel zij hierbij wel de brede politieke consensus in Nederland qua consolidatie zien). Dit vraagt om voorspelbaarheid en alertheid bij verdere tegenslag.
 - *External score*. Een kwantitatieve maatstaf die de korte-termijn externe schuld van banken relateert aan de lopende rekening. Nederland scoort hierop, als gevolg van een grote bankensector, slecht. Deze opmerking lijkt specifiek voor Nederland, want Duitsland heeft haar bijv. niet gehad.

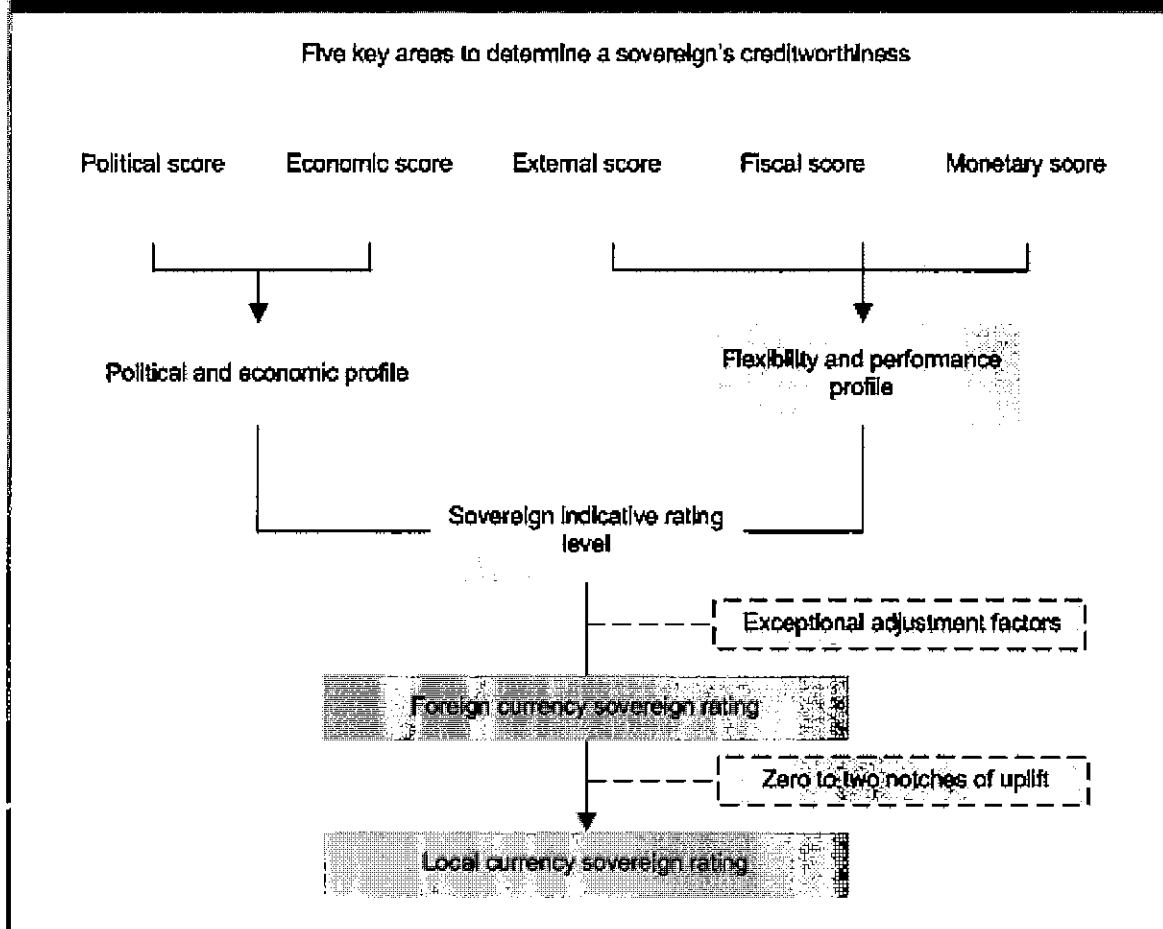
- *Monetary score*. Hierbij wordt gekeken naar de effectiviteit van het ECB-beleid in het beperken van financiële en economische risico's voor Nederland.
- Wanneer alle drie de bovenstaande scores na 9 december naar beneden worden bijgesteld, dan wordt de (long-term) rating met één stap verlaagd naar AA+.
- Alle eurozonelanden, zowel AAA als met lagere rating, lijken (voor zover we kunnen nagaan) op credit watch negative te zijn gezet door S&P. Hierdoor is de impact op de staatsleningenrente waarschijnlijk beperkt. Investeerders hebben immers weinig alternatieven om risico-arm euro-investeringen te doen.
- Er kan er een effect zijn op de wisselkoers van de euro: een rating downgrade zou niet-Europese beleggers ertoe kunnen aanzetten meer in andere valuta te beleggen.
- 
- Leenkosten van commerciële banken kunnen omhoog gaan: de hoogste rating die banken kunnen krijgen hangt af van de rating van hun eigen nationale overheid.
- De aandelenkoersen van Nederlandse financiële instellingen zullen waarschijnlijk dalen.

Toelichting

Methodologie

- De rating van overheden worden door S&P gebaseerd op vijf scores: "political", "economic", "External", "Fiscal" en "Monetary" score.
- Op basis van de politiek en economische score wordt een politiek en economisch profiel opgesteld en de andere drie (extern, fiscaal en monetair) worden samengebracht in een 'flexibility- and performance' profiel. Op basis van deze twee profielen wordt de rating vastgesteld voor verplichtingen in vreemde valuta. De rating voor verplichtingen eigen valuta kan 0 tot 2 stappen hoger zijn dan de rating voor vreemde valuta aangezien een overheid bepaalde mogelijkheden kan hebben binnen de eigen grenzen die de eigen kredietwaardigheid kunnen ondersteunen, zoals monetaire financiering of wisselkoersbeleid. Echter, voor leden van een munitie geldt dat deze twee ratings aan elkaar gelijk zijn.

Chart 1
Sovereign Rating Framework

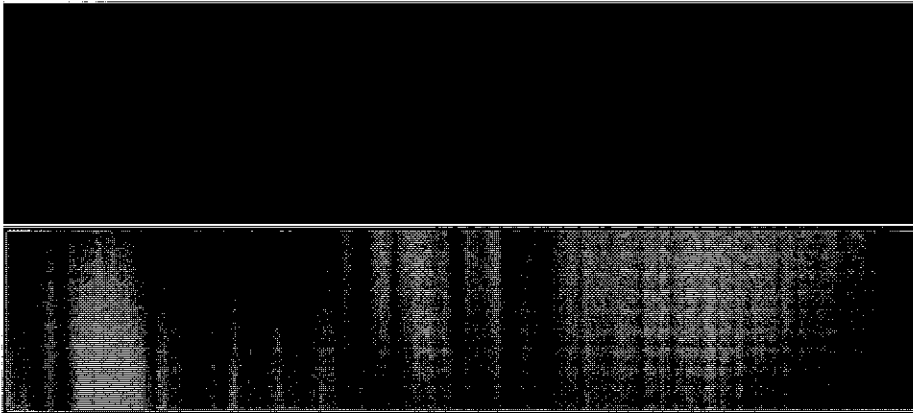


MarktimPLICaties

- Alle eurozonelanden, zowel AAA als met lagere rating, lijken (voor zover we kunnen nagaan) op credit watch negative te zijn gezet door S&P. Dit kan voor Nederland uiteindelijk uitmonden in een ratingdowngrade naar AA+.
- Er is een groot verschil tussen een downgrade van alle eurozone landen en een downgrade voor alleen Nederland. Als alle eurolanden gedowngrade worden, is het effect op de staatsleningenrente waarschijnlijk beperkt. Investeerders hebben immers weinig alternatieven om risico-arm in euro investeringen te doen. Ook onze spread ten opzichte van de swapcurve zal waarschijnlijk niet meteen wezenlijk veranderen: ook de bankratings zijn uiteindelijk afhankelijk van de ratings van hun respectievelijke overheden, al zou je ook kunnen beargumenteren dat door het onderpand eronder, een swap minder risicovol wordt ten opzichte van een staatslening, en dus de swapspread zal verslechteren. Ook toen de VS werd gedowngrade was er geen zichtbaar effect op de staatsleningenrente: er was geen alternatief voor risico-arme dollarinvesteringen.
- Wel kan er een effect zijn op de wisselkoers van de euro: een ratingdowngrade zou niet-Europese beleggers ertoe kunnen aanzetten meer in andere valuta te beleggen. Overigens is de verwachting dat dit effect beperkt is, gegeven de problemen die ook in andere valutagebieden groot

zijn. Na de downgrade van de VS in de zomer door S&P was er weinig zichtbaar direct effect op de euro-dollar wisselkoers.

- Beleggers werken met beleggingsmandaten. Verandering hiervan kost tijd. Wanneer een institutionele belegger alleen in AAA mag beleggen en Nederland wordt AA+, dan zal deze belegger zijn posities in Nederland moeten afbouwen. Net als bij 1) zal het effect kleiner zijn als alle AAA-landen naar AA+ zouden gaan. Wanneer Nederland wordt gedowngrade en Frankrijk niet, dan zullen veel beleggers de stap uit Nederlandse obligaties in Franse obligaties maken. Beleggersmandaten zijn doorgaans gebaseerd op de 'letters' en niet op de 'tekens'. Een verlaging van AAA naar AA heeft dus waarschijnlijk meer effect dan van AA+ naar AA. Wel werken de meeste investeerders met de twee beste ratings van de drie grote rating agencies, dus een effect zal pas echt zichtbaar worden als Moody's of Fitch S&P zouden volgen in een downgrade.
- Een effect zou er wel kunnen zijn op de bruikbaarheid van staatsschuld papier voor collateraldoeleinden. Zogenaamde central counterparties, maar ook individuele instellingen hebben allemaal hun eigen collateralereisen die in richtlijnen zijn vastgelegd, en die niet meteen te veranderen zijn. Het zou dus kunnen dat meer staatsleningen nodig zijn om eenzelfde open positie af te dekken, wat met name de financieringskosten voor banken kan vergroten.



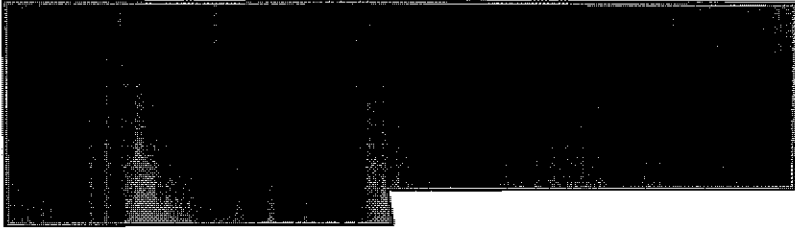
Financiële sector

Analyse conclusie S&P m.b.t. financiële sector

- S&P noemt in haar draft statement voor de *negative watch* van de NL rating de grootte van de NL financiële sector en de grote afhankelijkheid van buitenlandse wholesale funding (195% bbp aan 'external liabilities'), waarvan de helft een korte looptijd heeft. Deze opmerking lijkt specifiek voor Nederland, want Duitsland heeft haar bijv. niet gehad.
- S&P heeft gelijk dat Nederland een grote financiële sector heeft en dat deze behoorlijk afhankelijk is van wholesale financiering. De oorzaken hiervan zijn bekend: de NL banken zijn traditioneel flink in het buitenland actief om de handel te ondersteunen, de NL hypotheekrenteaftrek heeft de NL bankbalansen flink doen groeien en door het pensioensparen zijn er relatief weinig NL deposito's bij NL banken. Tegelijk geldt dat NL banken t.o.v. hun *peers* relatief goed gekapitaliseerd zijn en nog toegang hebben tot liquiditeit (wat S&P zelf ook opmerkt). Desalniettemin blijft een grote bancaire sector momenteel een risico voor de rijksbegroting.
- Om de problematiek rondom de grote van de NL financiële sector aan te pakken is het van het grootste belang dat deze banken schokken kunnen opvangen en dat verliezen bij private partijen terecht komen, zodat de

overheid geen steun aan de banken hoeft te verlenen. Nederland heeft hiervoor een actieplan dat een flink aantal maatregelen beoogt zoals SIFI-buffers, bail-in debt, recovery and resolution plans om systeemrelevante instellingen af te kunnen wikkelen, de interventiewet, een ex ante DGS, centrale clearing van derivaten etc.

Gevolgen voor de financiële sector

- Het is, als gezegd, moeilijk ex ante vast te stellen wat de gevolgen van een downgrade zijn voor de financieringskosten van de NL staat, zeker als ook de andere eurozone AAA gedowngraded worden. De gevolgen voor de financiële sector zijn nog lastiger in te schatten.
- Enerzijds geldt dat de rating voor de staat doorgaans het maximum is voor de rating van andere private partijen als banken. Tevens zijn de leenkosten voor de staat doorgaans het minimum voor de leenkosten van ongedekte financiering voor bedrijven.
 - 
 - Leenkosten: de beste inschatting is dat de leenkosten voor NL banken zullen stijgen met tenminste dezelfde hoeveelheid als die van de NL staat. Veel grotere stijgingen zijn echter niet uit te sluiten.
- Ook staatsgegarandeerde bankleningen zullen aan waarde verliezen. Met name als de staatsgarantie opnieuw zou worden ingeroepen, kan dat de financieringskosten van de banken fors verhogen.
- De aandelenkoersen van Nederlandse financiële instellingen zullen waarschijnlijk dalen.

Bijlage 1. Q&A over rating S&P

S&P heeft een 'negative Credit Watch' voor de 'AAA' unsolicited Long-term rating van Nederland afgegeven.

Wat betekent een 'negative Credit Watch'?

Wanneer er een 'Credit Watch' voor een rating wordt afgegeven betekent dit dat de rating door S&P opnieuw wordt bekeken omdat er zich korte termijn gebeurtenissen of trends voordoen die van wezenlijke invloed zijn op de prestatie van de uitgevende instelling ('issuer'), in dit geval Nederland. De rating wordt als het ware onder toezicht geplaatst. Bij de bekendmaking van een 'Credit Watch' wordt ook aangegeven of de rating naar verwachting naar boven wordt (positive) of naar beneden (negative) wordt bijgesteld en welke factoren een rol spelen in de beslissing om de rating al dan niet aan te passen. S&P geeft in het rapport aan dat zo snel mogelijk na de Eurotop van 9 december aan te geven of de (long-term) rating ook daadwerkelijk naar beneden wordt bijgesteld.

Wat betekent een 'unsolicited rating'?

Een 'unsolicited' rating betekent dat de partij waarvoor S&P de rating afgeeft niet zelf gevraagd heeft om de rating, maar dat dit op initiatief van S&P is gebeurd. Reden hiervoor is dat de rating van het land o.a. wordt gebruikt bij het bepalen de individuele rating van bedrijven en banken die in dat land zijn gevestigd. Nederland deelt alleen publieke informatie met de rating agencies.

Wat is het verschil tussen een 'Rating Outlook' en een 'Credit Watch'?

De 'rating outlook' geeft aan de potentiële richting van de 'long-term' rating aan op de middellange termijn (6 maanden tot twee jaar). Er wordt aangegeven of de verwachting is dat de rating op middellange termijn naar boven (positive) of naar beneden (negative) zal worden aangepast of gelijk zal blijven (stable). De 'outlook' is niet noodzakelijkerwijs een voorbode van een toekomstige 'Credit Watch'.

Bij een 'Credit Watch' wordt er op veel kortere termijn gekeken of de rating moet worden aangepast, meestal binnen een termijn van 90 dagen.

Doen andere rating agencies dit ook?

Normaal gesproken worden de ratings jaarlijks bekeken tenzij er tussentijds aanleiding is om dit te herzien. Wanneer er iets wordt gepubliceerd door rating agencies over een rating dan wordt dit altijd van te voren aan de desbetreffende partij voorgelegd, zodat er gecontroleerd kan worden of het rapport of persbericht feitelijke onjuistheden bevat. Dit is vastgelegd in regelgeving. **T**

T Vorige week maandag heeft Moodys een rapport gepubliceerd dat de toenemende ernst van de Europese schuldencrisis een negatieve invloed kan hebben op de kredietwaardigheid van alle EU overheden.

→ Persoonlijke
beleidsopvatting
ex art. 11 Wob.

9-9.45: Fiscal policy (Agentschap; [] & BBL; [] [])

The position of general government. Trends in tax revenue and public spending. Public internal and external debt, its maturity structure and future plans. Amortisation profile.

9.45-10.30: The external private and public sector debt position (Agentschap & AFEP)

We look at the gross debt claims on Dutch residents held by non-residents in both foreign and local currency denominations. Amortisation profile of gross external debt for next five years. We also like to look at net external debt, specifying only residents' debt claims (not equity or foreign direct investment) on non-residents. Proportion of gross external debt coming due within one year, as mentioned above.

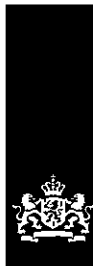
10:30-11.15: Macro-economic outlook (AFEP; [])

Discussion of risks to the forecasts, and range of views in the forecasting community. Measures of capacity utilisation and demand pressure.

11:15-12: Banking system (FM; [])

Soundness of financial institutions. Capital adequacy of the system and the range of institutions within it. Non-performing loan developments and provisioning. Degree of currency and maturity mismatch. Policy on large exposures, etc. System of supervision. Regulation of non-bank financial institutions.

12-12:45: Other issues: pensions and labour market ([] and []), house ownership ([]) en problems in the euro zone ([])



TER INFORMATIE

Aan

Thesaurier-Generaal

Directie Algemene Financiële
en Economische Politiek

Inlichtingen

T 070-342

F 070-342

@minfin.nl

notitie

Bespreking Moody's

Datum

11 januari 2012

Notitienummer

AFEP/2012/3

Rubriek

B2.2. Analyses

Auteur

Via
directeur AFEP

Medeparaaf
BFB

Medeparaaf
AGT

Van

Directie AFEP

Kopie aan

(AGT)
(AFEP)

Bijlagen

1. Rapport Moody's

Aanleiding

Om hun visie op de schulden crisis en mogelijke ratingbesluiten (verwacht in dit kwartaal) te onderbouwen spreekt Moody's met experts op dit gebied. Uw afspraak met Moody's is donderdag van 11-12:00 (TG zaal). U zult spreken met: [] (chief economist), [] (vice-president and senior analyst of the sovereign risk group) en [] (analyst). U wordt ondersteund door [], [] en [].

Kern

- Het uitblijven van noodzakelijke Europese maatregelen is volgens Moody's de directe oorzaak voor de verergerende schuldenproblematiek (zie bijlage). Om stabiliteit te herstellen is het volgens Moody's nodig extra bijdrages te leveren aan het EFSF en institutionele zwakheden (als consensusbesluitvorming) weg te nemen.
- Moody's verwacht nog steeds dat voldoende actie zal worden ondernomen om escalatie te voorkomen. Enkele defaults en downgrades worden hierbij echter niet uitgesloten. Wanneer de sterkste lidstaten hun bezuinigingsplannen succesvol uitvoeren blijft het voor de AAA-landen mogelijk hun status te behouden. Een euro-exit van een of meerdere lidstaten zal volgens Moody's echter negatieve implicaties hebben voor alle EU-lidstaten.
- Tijdens de bespreking kan worden gewezen op de Nederlandse positie:
 - Europa: Sterke inzet op begrotingsdiscipline, grote rol IMF, onafhankelijke rol van de Cie, zo min mogelijk politieke inmenging dus minder consensusbesluitvorming, vergroting slagkracht noodfondsen.
 - Binnenland:
 - Begroting:
 - Gebonden aan de Europese regels in de buitensporigtekortprocedure: tekort in 2013 onder de 3 procent.

- o Extra consolidatiemaatregelen volgens begrotingsregel 5 over de signaalmarge: 'When exceeding the warning margin, corrective measures will need to be implemented to regain sight of the intended general government deficit at the end of the government's term of office, which corresponds to achieving the Medium-Term Objective in 2015.' Regel wordt gesteund door alle gedoogpartners. Besluit over invulling extra maatregelen in het voorjaar, op basis van raming CPB voor 2012-2015 die in maart wordt verwacht. Over specifieke additionele maatregelen kan dus nog niks worden gezegd.
 - Woningmarkt: Met de aangescherpte Gedragscode Hypothecaire Financieringen (GHF) worden excessen in hypothecaire kredietverlening aangepakt en aflossingen meer gestimuleerd.
- o Financiële markten:
 - Pensioenen: 125 van de 400 fondsen zullen mogelijk moeten kortingen aankondigen dit jaar voor 2013 (verwacht 20 januari), mede door onze prudente regels omtrent de rekenrente van fondsen.
 - Banken: Het gedragstoezicht op de financiële sector is versterkt en de kapitaal- en liquiditeitseisen aan banken zijn, onder Basel III en de laatste Europese overeenkomst, strikter geworden.
 - Banken staan er volgens EBA stresstest relatief goed voor (behoefte 159 miljoen voor SNS bank om aan versterkte kapitaaleisen te voldoen).
 - Er is verder relatief weinig exposure op Griekse, Portugese en Ierse activa (€1,9 miljard overheidsobligaties in september).

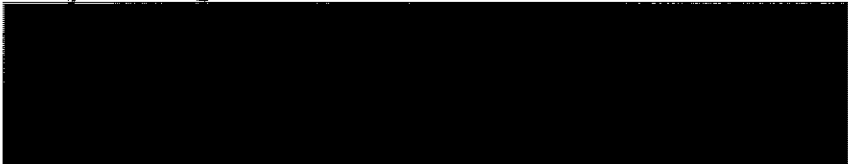
Bespreekpunten Moody's

Moody's heeft aangegeven tijdens het gesprek dieper in te willen gaan op:

Europa:

1) *De verwachte ontwikkeling van de noodfondsen:*

EFSF

- Nav de Eurotop van 26 oktober worden de 2 leverage opties uitgewerkt door het EFSF, namelijk het verzekeringsmodel en de Co Investment Fund.
- Uitwerking is in een ver gevorderd stadium aangekomen. Op korte termijn afronding.
- 

ESM

- ESM verdrag wordt naar verwachting op korte termijn afgerond.
- ER van december heeft overeenstemming bereikt over versnelde inwerkingtreding van het ESM in juli 2012 ipv juli 2013.
- In maart wordt gecombineerde capaciteit van 500 mld van EFSF en ESM geëvalueerd door de regeringsleiders.
- NL heeft in firewall discussies sterk ingezet op preventie, begrotingsdiscipline, beleidscondities en IMF.
- Versterking van IMF middelen, conform besluit Eurogroep leveren eurolanden 150 mld.

2) De rol van de ECB:

- De ECB heeft in de afgelopen periode een aantal belangrijke stappen genomen om de liquiditeitproblemen van banken te verminderen. Naast het onbeperkte kortlopende krediet via het herfinancieringsloket is er nu ook de mogelijkheid om tegen onderpand voor 3 jaar te lenen. Dat draagt bij aan het verminderen van de spanningen op de markt voor bankfinanciering.
- Het kan indirect echter ook zorgen voor het afnemen van de opwaartse druk op overheidsobligatierentes. De banken moeten immers ergens heen met hun overvloedige liquiditeit, en de ECB accepteert overheidsobligaties als onderpand. Gezien de lage rente waartegen men bij de ECB kan lenen, kan het voor banken aantrekkelijk zijn carry trades op te zetten, waardoor de rente op kortlopende obligaties daalt.
- De mogelijkheid om via het SMP meer te doen om de spreads op perifere overheidsobligaties laag te houden, is ons inziens beperkt vanwege het prijsstabiliteitsmandaat van de ECB. Uiteindelijk gaat de ECB echter over haar eigen monetaire beleid en niet wij.

3) Noodplannen ter voorbereiding op euro-exit van een of meerdere landen:

Wij zijn op alles voorbereid, maar willen verder niet speculeren over dit punt.

Binnenlands beleid en additionele bezuinigingen:

- Nederland gebonden aan Europese afspraken: -3% in 2013.
- Er kan gewezen worden op de nieuwe begrotingregel omtrent de signaalmarge, die vereist dat extra maatregelen worden genomen wanneer de signaalmarge (*signal margin*) wordt overschreden. Begrotingsregel wordt gesteund door alle gedoogpartners. Extra maatregel zal zullen worden gebaseerd op raming CPB voor 2012-2015, die in maart wordt gepubliceerd.
- De precieze invulling van mogelijke extra maatregelen komt, conform de begrotingsregels, pas in het voorjaar. Over specifieke additionele maatregelen kan dus nog niks worden gezegd.

Financiële sector:

- Alle internationaal actieve banken zijn kwetsbaar voor desintegratie van de eurozone, dus ook de Nederlandse. De uitgangspositie van de Nederlandse banken is daarbij, getuige ook de uitkomsten van de recente EBA stresstest, goed. Er is verder relatief weinig exposure op Griekse, Portugese en Ierse activa (€1,9 miljard overheidsobligaties in september, €21,5 miljard eind Q1 2011 aan uitzettingen overheden én private sector).
- De Nederlandse bancaire sector is wel relatief groot (meer dan 400% bbp) en afhankelijk van de internationale kapitaalmarkten (wholesale funding). Echter, ook Frankrijk en Duitsland hebben een relatief grote bancaire sector; omvang van de bancaire sector t.o.v. het BBP in Frankrijk 319% en in Duitsland 304%; voor NL gaat het om 448% (bron: DNB). Waar de Franse banken momenteel zwaar aan het ECB loket hangen, kunnen Nederlandse banken als Rabo, ABN-Amro en ING zich nog goed op de kapitaalmarkt financieren.

Toelichting

1) Analyse Moody's

- Moody's heeft aangegeven dat de verergerende Europese schuldenproblemen de ratings van alle EU-landen bedreigen. Hoewel de oorzaak voor deze crisis primair bij te hoge schulden ligt, is de escalatie

ervan volgens Moody's vooral te wijten aan de discrepantie tussen wat investeerders als nodig zien om de EMU te behouden en de maatregelen die tot dusver zijn genomen.

- Om stabiliteit te herstellen is het volgens Moody's nodig extra bijdrages te leveren aan het EFSF en institutionele zwakheden weg te nemen (zwakheden als consensusbesluitvorming en het gebrek aan een effectief mechanisme om fiscale en economische coördinatie en controle af te dwingen).
- In het basisscenario van Moody's wordt voldoende actie ondernomen om escalatie te voorkomen. Enkele defaults en downgrades worden hierbij echter niet uitgesloten. Wanneer de sterkste lidstaten hun bezuinigingsplannen succesvol uitvoeren blijft het voor de AAA-landen mogelijk hun status te behouden. Hetzelfde geldt in een alternatief scenario, met series van defaults, maar dit hangt af van de impact van de defaults op de financiële sector en de overheidsfinanciën. Enkele downgrades voor AAA-landen worden in dat scenario niet uitgesloten. Een euro-exit van een of meerdere lidstaten zal volgens Moody's negatieve implicaties hebben voor alle EU-lidstaten.

2) *Relatie tot rating Nederland*

- Moody's is in augustus langs geweest om de Nederlandse positie te bespreken. De gesprekken verliepen goed en er is een rapport opgesteld waarin de AAA-rating voor Nederland is bevestigd. Dit rapport is echter nog niet gepubliceerd.
- Moody's is nu de visie op de crisis aan het herijken. Als gezegd zal dit rating implicaties kunnen hebben voor vele EU-lidstaten. Uit de analyse blijkt echter ook dat sterke AAA-landen als Nederland in het basisscenario hun rating behouden als zij hun begrotingsplannen uitvoeren als voorzien.

3) *Nederlands begrotingsbeleid*

- *The budgetary rules are based on a strict separation of expenditure and revenue during the government's term in office and the windfall formula* This rule implies that the expenditure side of the budget is governed by a real expenditure framework. The relevant expenditure shall need to remain within this framework during the government's term of office. During a government's term of office increases in expenditure must be covered by cuts for all years included in the multiyear figures. A real revenue framework governs the revenue side and the principle of automatic stabilisation applies on the revenue side. Revenue windfalls are credited to the general government deficit, revenue setbacks are debited to the general government deficit.
- *A warning margin is adopted. This is specified as a downward deviation of 1 percentage point relative to the path for the general government deficit resulting from the calculation of the effects of the Coalition Agreement.* The warning margin is exceeded when the estimate of the actual general government deficit as based on the CPBs Central Economic Plan for the coming year (t+1) shows a downward deviation of more than 1 percentage point compared to the intended path of the general government deficit after the calculation of the effects of the Coalition Agreement. When exceeding the warning margin, corrective measures will need to be implemented to regain sight of the intended general government deficit at the end of the government's term of office, which corresponds to achieving the Medium-Term Objective in 2015.
- *One decision-making moment.* The government makes an integral decision on the outlines of the expenditure and revenue sides of the budget for both the current year and the next budget year at one moment in each year. This

contributes to the predictability and stability of the budgetary framework
This decision-making moment is the Spring

4) Economische vooruitzichten

In 2012, GDP is expected to decline by ½ percent, while the unemployment level increases by 90.000 persons, to 5¼ percent of the labour force. The budget deficit goes down to 4.1% in 2012, which is less than previously expected due to the worsened economic prospects.

<u>Demand and foreign trade (volume)</u>				
	2009	2010	2011	2012
Gross domestic product (GDP, economic growth) (%)	-3.5	1.7	1 1/2	-1/2
Value gross domestic product (GDP) (bln euro)	571.1	588.4	604	613
Private consumption (%)	-2.6	0.4	-3/4	-1/2
Public demand (%)	4.8	0.7	0	-1
Gross fixed investment, private non-residential (%)	-12.4	-1.4	6 1/4	-6
Exports of goods (non-energy) (%)	-9.3	12.8	5 1/4	-1/2
of which domestically produced (%)	-10.5	9.4	2 1/2	-1 1/4
re-exports (%)	-8.2	15.8	7 1/2	0
Imports of goods (%)	-9.7	12.6	3 1/2	-1 1/2

<u>General government</u>				
	2009	2010	2011	2012
General government financial balance (% GDP)	-5.6	-5.1	-4.6	-4.1
Gross debt general government (% GDP)	60.8	62.9	65.2	68.2

5) Trade exposure

Our main partners for imports are Germany, Belgium, China, the US and the UK. Together they account for 51% of our imports. For exports, the most important countries are Germany, Belgium, France, the UK and Italy. Together they represent 57% of Dutch exports. The PIGS together make up less than 10 percent. In terms of our trade balance, our five most important export partners account for more than 80% of our trade balance with Europe.

Handelsbalans belangrijkste handelspartners (in mld euro)

	Duitsland	Frankrijk	Italië	België	VK	Totaal
Handelsbalans 2010 in mld	31,35	18,05	11,4	9,4	7,5	77,73
Aandeel (%) in totaal Europa (93 miljard)	33,7%	19,4%	12,3%	10,1%	8,1%	83,6%

Vorbereiding Moody's 22 augustus

1. General overview of the economy

- Please provide a general overview of the macro-economic outlook: output, demand and inflation. What do you expect to be the drivers of economic growth over the medium to long term.
- Please highlight what you see as the main risks to these expectations (both on the upside and the downside) and what the balance between upside and downside risks is.
- What is the outlook for the trade and current accounts? How the current account position is reacting to external shocks?

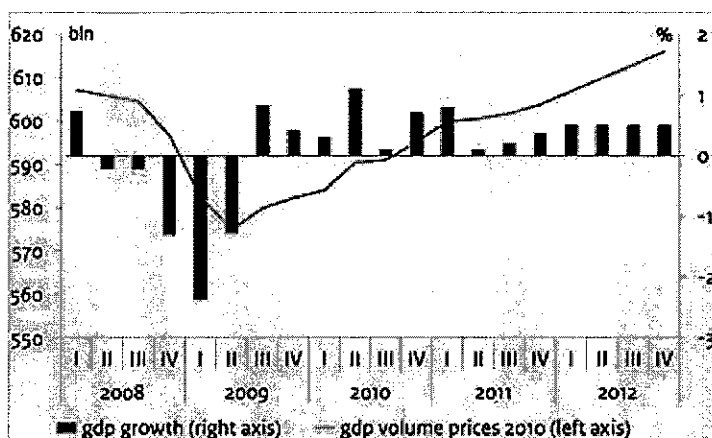
Output, demand and inflation

The Dutch economy is expected to grow by 2% this year. For next year, an increase of GDP of 1¾% is projected. Unemployment seems likely to fall further to an average of 4% in the coming year. The EMU deficit will diminish quickly, from 5.4% of GDP in 2010 to 2.2% of GDP in 2012. Economic growth in 2011 and 2012 will be primarily driven by exports. Consumer spending and investments will also make a (minor) contribution to growth this year and next.

CPB K-MEV		
	2011	2012
Bijdragen aan BBP-groei		
Ec. groei	2	1,75
<i>Groei bijdragen</i>		
Part. Consumptie	0,25	0,25
Bedrijfsinvesteringen	0,25	0,25
Investeringen in woningen	0	0,25
Overheidsbestedingen	0	0
Uitvoer	1,5	1
Collectieve sector		
EMU-saldo	-3,7	-2,2
EMU-schuld	64,1	64,5
Prijzen, lonen en arbeidsmarkt		
Werkloze beroepsbevolking (niveau in %)	4,25	4
Werkloze beroepsbevolking (in dzd personen)	365	345
Inflatie	2,25	2,25
Contractloon	1,5	2,5
Koopkracht	-1	-1,25
Overig		
Relevante wereldhandel	7%	6%
Olieprijs (Brent, niveau in dollars per vat)	119	119
Eurokoers (dollar per euro)	1,45	1,45

Actualisatie MLT	
	2011-2015
Groei per jaar (in %)	
Ec. groei	1,25
Part. Consumptie	0,75
Bedrijfsinvesteringen	4
Overheidsbestedingen	0
Uitvoer	6
Invoer	5,5

Figuur 1. Kwartaalpatroon Nederlandse BBP-groei K-MEV



Tweede kwartaalcijfers

- In vergelijking met het eerste kwartaal van 2011 groeide de economie met 0,1 procent. Ten opzichte van het tweede kwartaal een jaar eerder groeide de economie met 1,5 procent.
- De afgenomen groei is vooral het gevolg van een terugval van de export. Dit hangt samen met een wereldwijde groeivertraging. Bij vrijwel alle belangrijke handelspartners van Nederland is de groei het afgelopen kwartaal afgezwakt (zie tabel 2). De groeivertraging is het grootst bij de belangrijkste handelspartner Duitsland (0,1 procent k-o-k).
- De consumptie van huishoudens stagneerde in het tweede kwartaal. Zij hebben evenveel besteed als in het tweede kwartaal van 2010 (nulgroei).
- De investeringen zijn daarentegen wel toegenomen. In vergelijking met een jaar geleden zijn zij met 4,2 procent gegroeid. De groei is echter minder dan in het eerste kwartaal (10,1 procent) toen met name de investeringen in de bouwsector profiteerde van het relatief goede weer.

Tabel 2. Groeicijfers internationaal

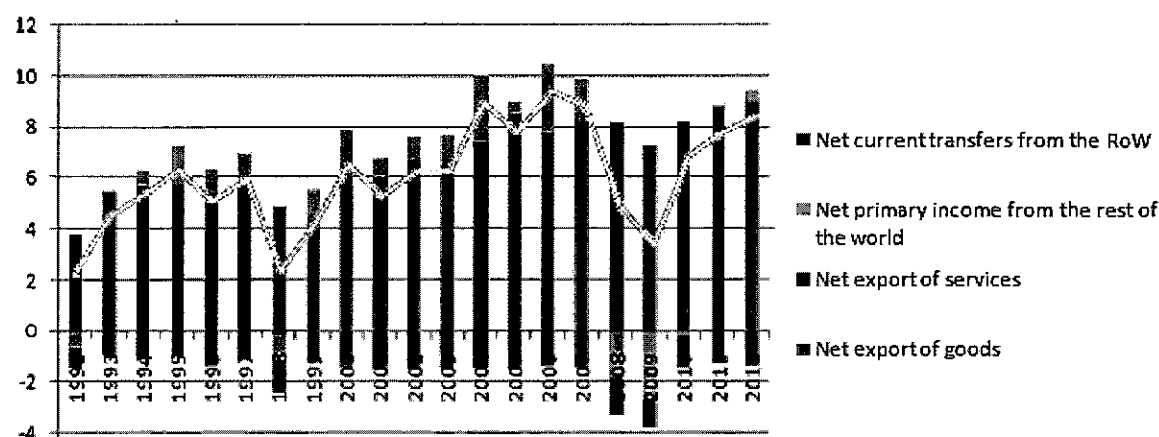
Land	2011	
	Q1	Q2
Duitsland	1,3	0,1
België	1	0,7
Frankrijk	0,9	0
Verenigd Koninkrijk	0,5	0,2
Spanje	0,3	0,2
Italië	0,1	0,3
Eurogebied	0,8	0,2
EU27	0,8	0,2
V5	0,1	0,3
Japan	-0,9	-0,3

Risks to expectations; debt crisis, global slowdown and financial market unrest

The economic prognosis is marked by a high level of uncertainty. As an open economy, global economic developments are of great importance.

Downside risks due to heightened potential for spillovers from further deterioration in market confidence in the euro area periphery have risen since the outlook. Greater-than-anticipated weakness in U.S. and global activity also has surfaced. These two forces have caused great unrest on the financial markets. It is still unclear to what degree the financial market upheaval will lead to further economic slowdown, but consumer confidence has already declined significantly in the Netherlands in August. On the upside, oil prices and inflation are expected to decrease somewhat, but overall risks are tilted downwards and have increased.

Outlook trade and current accounts



As can be seen, the current account and, especially, the balance of goods, is fairly constant and at a high level.

2. Structural reforms

In addition to the pension reforms, a number of measures are foreseen:

- *Work Capacity Act (Wet Werken Naar Vermogen)*
Through the Work Capacity Act the government wishes to reform the Work and Social Assistance Act, Invalidity Insurance (Young Disabled Persons) Act and Sheltered Employment Act and move towards a locally implemented scheme for the lower end of the labour market. This will enable municipalities to get more people into work, make more targeted and effective use of their budgets and cut costs. The Invalidity Insurance (Young Disabled Persons) Act will continue to exist for young people who are completely and permanently unable to work because of medical problems or disability. Those who are currently receiving support via the Sheltered Employment Act will not be reassessed. People who are assessed as eligible for a sheltered workplace will retain access to the Sheltered Employment Act. Wage dispensation will be made available to municipalities. Reintegration funds will be used selectively for vulnerable groups on the labour market.
- *Vitality scheme*
With a view to demographic ageing and the contracting labour force, participation and long-term employability must be encouraged wherever possible. To increase participation among older people and long-term employability, the life-course savings scheme and the salary savings schemes will be merged to form a single scheme based on the coalition agreement, known as the vitality scheme. For the government it is important that the vitality scheme is workable. The House of Representatives will be sent a letter before the summer providing further details of the vitality scheme.
- *Phasing out of double tax credit*

The transferable tax credit for working breadwinner families is being phased out over 15 years as from 2009. Two exceptions had been made: breadwinner families with young children (up to the age of 5) and families with a non-working partner born before 1 January 1972. The exception for families with young children will be abolished and the age limit for non-working partners will be changed to 1 January 1963. These measures will provide a stronger financial incentive to encourage non-working partners to find work. The double tax credit will be phased out of the reference minimum wage over a period of 20 years starting in 2012. This will encourage labour participation because it will be more attractive for social assistance recipients to accept work.

- *Abolition of exemption from applying for jobs*
The exemption from applying for work available to single parents with young children will be abolished as from 2012. This will increase the participation chiefly of single mothers.

By stimulating participation, according to CPB's medium-term forecast, employment in the long term (i.e. after the government term) increases by 1.1% in structural terms. This positive impact is mainly due to fiscal measures that encourage job search and education policies that increase the number of higher educated people.

Bijlage (CPB Voorspellingen K-MEV)

	International items			
	2009	2010	2011	2012
Relevant world trade (vol. %)	-13.6	11.0	7	6
Import price goods (%)	-7.5	7.4	8 1/2	1/2
Export price competitors (%)	-3.0	6.0	5	1 1/4
Crude oil price (Brent, \$)	61.5	79.5	116	119
Exchange rate (dollar p euro)	1.39	1.33	1.43	1.45
Long-term interest rate (level in %)	3.7	3.0	3 1/2	3 3/4

	Demand and foreign trade (volume)			
	2009	2010	2011	2012
Gross domestic product (GDP, economic growth) (%)	-3.9	1.8	2	1 3/4
Value gross domestic product (GDP) (bln euro)	572.0	591.1	610	635
Private consumption (%)	-2.5	0.3	1/2	1/2
Public demand (%)	4.0	0.8	-1/4	-3/4
Gross fixed investment, private non-residential (%)	-18.2	-1.5	5 3/4	4 1/4
Exports of goods (non-energy) (%)	-9.2	12.8	6 3/4	5 3/4
of which domestically produced (%)	-10.5	8.0	5 3/4	3 1/2
re-exports (%)	-7.9	17.2	7 3/4	7 3/4
Imports of goods (%)	-10.3	11.7	5 1/4	4 1/4

	Prices, wages and purchasing power			
	2009	2010	2011	2012
Export price goods (excluding energy) (%)	-5.3	4.4	3 1/4	1/2
Price competitiveness (%)	4.2	-0.8	0	3/4
Consumer prices (CPI) (%)	1.2	1.3	2 1/4	2 1/4
Consumer prices (harmonised, HICP) (%)	1.0	0.9	2 1/2	2 1/4
Price of gross	-0.2	1.6	1 1/4	2 1/2

Prices, wages and purchasing power

	2009	2010	2011	2012
domestic product (%)				
Price of national expenditure (%)	0.9	1.4	2	2 1/2
Contractual wages market sector (%)	2.7	1.0	1 1/2	2 1/2
Compensation per full-time employee market sector (%)	2.0	1.4	3	3 1/4
Gross wage Jones family (in euro's)	32500	32500	32500	33000
Purchasing power (Jones, one-income household) (%)	1.9	-1.4	-1 1/4	-2 3/4
Purchasing power (median, all households) (%)	1.8	-0.4	-1	-1 1/4

Labour market (international definition 'labour force', unless stated differently)

	2009	2010	2011	2012
Population (x 1000 pers.)	16530	16615	16695	16770
Labour force (15-74) (x 1000 pers.)	8772	8748	8735	8815
Employed labour force (15-74) (x 1000 pers.)	8445	8358	8370	8470
Unemployment (x 1000 pers.)	327	390	365	345
Employed Persons (15-74) (%)	-1.1	-0.5	3/4	1 1/4
Labour force (15-74) (%)	0.7	-0.3	-1/4	1
Employed labour force (15-74) (%)	0.1	-1.0	1/4	1 1/4
Unemployment rate (% labour force)	3.7	4.5	4 1/4	4
Idem, national definition (% labour force)	4.8	5.4	5	4 3/4

Market sector

	2009	2010	2011	2012
Production (%)	-5.4	1.8	2 3/4	2
Labour productivity (%)	-3.1	3.7	2 1/4	1 1/4
Employment (labour years) (%)	-2.4	-1.9	1/2	1
Price gross value added (%)	2.6	1.6	-1/2	1
Real labour costs (%)	-0.6	-0.2	3 3/4	2 1/4
Labour share in enterprise income (level in %)	80.9	77.9	78 3/4	79 1/2
Profit share (of domestic production) (level in %)	7.7	9.4	8 3/4	8 3/4

General government

	2009	2010	2011	2012
General government financial balance (% GDP)	-5.4	-5.4	-3.7	-2.2
Gross debt general government (% GDP)	60.8	62.8	64.1	64.5
Taxes and social security	38.2	38.5	38.9	39.1

General government

2009 2010 2011 2012

contributions (% GDP)

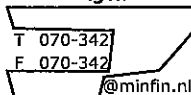


TER INFORMATIE

Aan
MINISTER

**Directie Algemene Financiële
en Economische Politiek**

Inlichtingen



Datum

16 januari 2012

Notitienummer

AFEP/2012/9

Rubriek

B2.2. Analyses

Auteur



Van

Directie AFEP

Kopie aan

AFEP MT

Bijlagen

notitie

S&P over bezuinigingsplannen

Paraaf
Minister

Via
SG

Via
directeur AFEP

Aanleiding

Uw vraag over de precieze bewoording van S&P wanneer zij het over onze bezuinigingsplannen hebben.

Antwoord:

- S&P schrijft in hun analyse van Nederland het volgende: *"We could lower the rating if we see that public finances deviate in a significant and sustained way from the planned 2012-2015 budgetary consolidation path due to a prolonged decline in growth. If the general government net borrowing requirements were to consistently exceed 3% of GDP per year in the medium term, we could lower the fiscal score, which could, in turn, trigger a lowering of the rating. Conversely, we could revise the outlook to stable if we see that sustained external pressures within the eurozone do not significantly affect growth in The Netherlands, enabling it to continue to consolidate public finances and preserve its traditionally strong net external position."*
- Concreet geeft S&P dus aan dat onze rating in gevaar komt wanneer het EMU-tekort de komende jaren boven de 3% BBP blijft liggen. Wanneer de Nederlandse groei niet significant wordt geraakt door verdere ontwikkelingen in de eurocrisis en de Nederlandse bezuinigingsplannen worden voortgezet, kan de rating worden behouden en kan de outlook weer van 'negative' naar 'stable' gaan.



TER ADVISERING

Aan
De Agent

Agentschap

Inlichtingen

T 070-342

F 070-342

@minfin.nl

Datum

27 mei 2011

Notfienummer

AGENT/2011/2505N

Rubriek

Kredietrisico

Auteur

Van

BRS en CMK

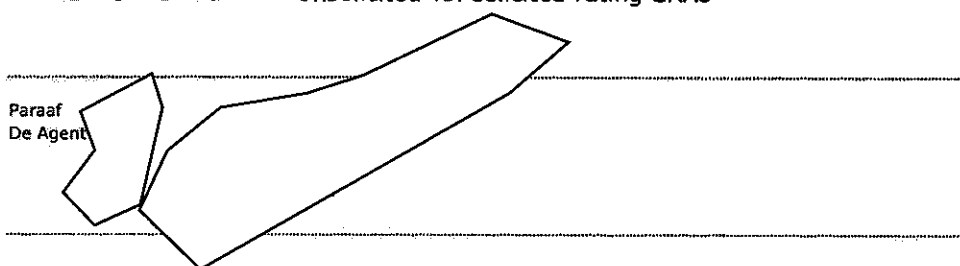
Kopie aan

Athena-extern, Athena-
dossier/Beleid/Kredietrisico

Bijlagen

notitie

Unsolicited vs. solicited rating CRAs



Aanleiding

Gesprek met credit rating agency DBRS (Dominion Bond Rating Service). Tijdens het gesprek werd aangegeven dat DBRS een *solicited* rating aan Nederland wil toekennen. Voorheen hebben andere ratings agencies (Fitch, Moody's en S&P) een *unsolicited* rating afgegeven.

Kernpunten

- In de EC regulering voor Credit Rating Agencies (CRAs) staat dat ratingbureaus moeten aangeven wat het beleid is betreffende *unsolicited* ratings.
- S&P en Moodys geven aan dat *unsolicited* betekent dat het initiatief voor het afgeven van de rating bij de CRA ligt en dat er vaak alleen gebruik wordt gemaakt van publieke informatie, maar dat dit niet hoeft te betekenen dat er helemaal geen contact is met de instelling zolang de CRA het initiatief neemt.
- S&P geeft sinds februari 2011 aan dat er voor Nederland een *unsolicited* rating wordt afgegeven. Naar verwachting krijgt Nederland alleen van DBRS een *solicited* rating.
- Omdat de classificatie van een *unsolicited* en *solicited* ratings niet eenduidig is en alle schijn van partijdigheid/beïnvloeding moet worden voorkomen is het advies om alleen akkoord te gaan met een *unsolicited* rating voor Nederland.
- Dit zal moeten worden gecommuniceerd met DBRS aangezien zij als enige CRA de rating voor Nederlands classificeren als *solicited*.
- Als het in het beleid voor het afgeven van *unsolicited* ratings past, blijven CRAs welkom om verduidelijking te vragen zolang dit publieke informatie betreft en kunnen ze nog steeds op het ministerie worden ontvangen.
- AGT heeft een sterke voorkeur om in toekomstige wetgeving expliciet te noemen dat als voorwaarde voor een *unsolicited* rating er geen betaling voor de rating plaatsgevonden moet zijn. Dit zorgt voor meer

transparantie en een eenduidig beleid bij CRAs en voor duidelijkheid voor de investeerder.

Achtergrond

Nederland betaalt niet voor de ratings die ratingbureaus (CRAs) afgeven om alle schijn van partijdigheid te vermijden. Wanneer een ratingbureau vraagt om informatie wordt dit doorgaans wel gegeven op voorwaarde dat deze informatie al publiek is. Periodiek vinden er tevens gesprekken met Fitch, Moody's, en S&P plaats om de publieke informatie te verduidelijken.

Onlangs is ratingbureau DBRS voor de eerste keer op bezoek geweest om te praten over o.a. de Nederlandse economie, overheidsfinanciën, pensioenfondsen en garantieregeling. Tijdens dit gesprek heeft DBRS aangegeven Nederland een 'solicited' rating te willen geven. Volgens DBRS betekent een solicited rating niet per definitie dat er voor een rating wordt betaald of dat het initiatief van de rating bij de instelling die de rating krijgt ligt, maar dat de instelling bereid is om vragen te beantwoorden en niet-publieke informatie deelt. Er wordt een solicited rating afgegeven als de uitgever niet meewerkt met het onderzoek door de CRA en als het onderzoek alleen is gebaseerd op publieke informatie. Dit werpt de vraag op wanneer een rating wordt gezien als unsolicited of solicited.

EC Regulering

In Artikel 10 lid 4 (Disclosure and presentation of credit ratings) van de regulering voor CRAs die de EC heeft opgesteld (*'regulation (EC) no 1060/2009 of the European Parliament and of the council of 16 September 2009 on credit rating agencies'*) staat dat een ratingbureau moet aangeven wat het beleid is t.o.v. 'unsolicited' ratings. Het ratingbureau mag wel zelf bepalen wat het beleid is, zolang het maar duidelijk wordt gecommuniceerd.

4. A credit rating agency shall disclose its policies and procedures regarding unsolicited credit ratings.

Verder moet de ratingbureau bij een 'unsolicited' rating aangeven of de partij die een rating heeft gekregen deelgenomen heeft aan het rating proces en of de CRA de rating ook heeft gebaseerd op interne documenten en informatie.

5. When a credit rating agency issues an unsolicited credit rating, it shall state prominently in the credit rating whether or not the rated entity or related third party participated in the credit rating process and whether the credit rating agency had access to the accounts and other relevant internal documents of the rated entity or a related third party.

Het beleid bij S&P, Moody's en Fitch

S&P geeft sinds februari 2011 op het informatiesysteem Bloomberg aan wanneer een afgegeven rating 'unsolicited' is. S&P geeft een unsolicited rating af als er geen overeenkomst is gesloten. S&P heeft in een persbericht aangegeven dat dit gedaan is naar aanleiding van de nieuwe EU regulering voor credit ratings. S&P geeft verder aan dat bij 'unsolicited' ratings de analyse gebaseerd kan zijn op alleen publiek beschikbare informatie, maar dat dit niet betekent dat er helemaal geen contact met overheidsvertegenwoordigers is geweest.

Moodys heeft in een persbericht van 4 februari 2011 aangegeven dat Credit ratings die zijn afgegeven op initiatief van Moodys worden geclassificeerd als 'unsolicited'. Alleen participeren in het rating proces is niet voldoende voor het verkrijgen van een 'solicited' rating. Bij de aankondiging van de credit rating wordt aangegeven of het gaat om een unsolicited rating ("The rating was initiated by Moody's Investors Service and was not requested by the Rated Entity") en er wordt aangegeven of de instelling betrokken geweest is in het

proces en of interne documenten beschikbaar zijn gesteld. Voor 'solicited' rating moet er een aanvraag zijn van de instantie die een rating toegewezen wil krijgen, een contract zijn of moet hiervoor een vergoeding worden betaald.

Fitch heeft aangegeven dat er nog geen standaard beleid voor is en dat dit beleid beïnvloed zal worden door toekomstige wetgeving. Fitch geeft, vanwege historische redenen, voorsnog een unsolicited rating aan Nederland.

Conclusie

Omdat Nederland niet betaalt voor de rating, geen niet-publieke informatie geeft en het initiatief bij het ratingbureau zelf ligt, krijgt Nederland om deze redenen een unsolicited rating bij zowel S&P, Fitch als Moody's. DBRS zal naar verwachting als enige een solicited rating afgeven.

De classificatie van solicited versus unsolicited rating is niet eenduidig. Het advies is om alleen met ratingbureaus in gesprek te gaan als bij voorbaat bekend is dat bij uitgifte een unsolicited rating wordt toegekend. Hiermee wordt elke schijn van partijdigheid voorkomen en bestaat er geen verwarring over de betekenis van de rating (wel of niet betalen). Dit betekent niet dat er helemaal niet meer met ratingbureaus kan worden gesproken, maar wel dat het initiatief altijd bij het ratingbureau ligt.

Er zal met DBRS contact moeten worden opgenomen om te communiceren dat we als Nederland alleen akkoord gaan met een unsolicited rating. In principe is DBRS welkom (net als de andere ratingbureaus) om contact op te nemen voor eventuele vragen, zolang het initiatief maar bij DBRS ligt. Gezien het beleid van DBRS zou het kunnen zijn dat ze dit niet meer doen en puur op de informatie die openbaar gemaakt is zullen afgaan bij de analyse voor de rating van Nederland.

AGT heeft een sterke voorkeur om in toekomstige wetgeving op te nemen dat alleen bij het niet betalen voor de beoordeling, een unsolicited rating afgegeven mag worden. Dit zorgt voor meer transparantie en een eenduidig beleid bij CRAs en voor meer duidelijkheid voor de investeerder.



TER INFORMATIE

Aan
MINISTER

Directie Algemene Financiële
en Economische Politiek

Inlichtingen

T 070-342
F 070-342
@minfin.nl

Datum

13 januari 2012

Notitienummer

AFEP/2012/7

Rubriek

B2.2. Analyses

Auteur

[Redacted]

Van

Directie AFEP

Kopie aan

AFEP MT, [Redacted], FM,
AGT, BFB

Bijlagen

Draft press release S&P

notitie

Rating besluit S&P

Paraaf
Minister

Via
SG

Via
directeur AFEP

Medeparaaf
BFB

Medeparaaf
AGT

Aanleiding

S&P maakt vanavond (rond tien) nieuwe ratings voor de eurozone bekend.

Kernpunten

- Nederland behoudt de AAA-status, maar de outlook is van 'stable' op 'negative' gezet. Dit betekent dat S&P de kans dat de rating in 2012 of 2013 wordt verlaagd op minstens 1/3^{de} inschat. Een downgrade wordt voorzien indien de overheidsfinanciën door lagere groei significant en structureel afwijken van de voorziene ontwikkeling voor 2012-2015.
- Wanneer de Nederlandse groei niet significant wordt geraakt en de bezuinigingsplannen worden voortgezet, kan de outlook weer van 'negative' naar 'stable' gaan. [Redacted]
- Duitsland behoudt de AAA-status met een 'stable outlook'; Luxemburg en Finland krijgen net als Nederland een negatieve outlook. Frankrijk en Oostenrijk worden gedowngrade naar AA+ met 'negative outlook'. [Redacted]
- De negatieve Nederlandse outlook wordt gemotiveerd vanuit de gedachte dat een Europees beleid dat uitsluitend bestaat uit besparingen (S&P refereert hiermee aan de uitkomsten van de ER van 8 en 9 december) de groei van de sterk verweven Nederlandse economie buitenproportioneel hard raakt ([Redacted]).
- Het effect van de ratingsacties zal maandag duidelijk worden. De gevolgen hangen sterk af van de mate waarin de ratingacties overeenkomen met hetgeen door de markt was ingeprijsd. Dat Frankrijk met één notch wordt gedowngrade kan een meevaller zijn indien investeerders rekenden op twee notches. AGT verwacht dat de verschillende uitkomsten voor Nederland

enerzijds en Duitsland anderzijds zullen leiden tot een iets wijdere onderlinge spread, m.n. in het midden van de curve (2-10 jaars). De langere kant wordt gedomineerd door Nederlandse investeerders (pensioenfondsen) die zich minder laten leiden door dit soort ratingacties. Nederland veilt op 24-januari 30 en 3-jaars schuld papier.

- Eerder is het noodfonds EFSF n.a.v. de negative watch voor alle AAA eurolanden ook op negative watch gezet door S&P

- Voor het permanente noodfonds ESM is de koppeling tussen de ratings van de AAA eurolanden en de rating van het ESM minder direct dan bij het EFSF.

- Bij een afwaardering van de Nederlandse rating zouden de leenkosten van Nederlandse banken gestegen zijn (de hoogste rating van banken is die van hun achtervang in geval van nood, hun eigen overheid). Daarvan zal nu waarschijnlijk geen sprake zijn, hoewel het oplopen van de Nederlands-Duitse spread wel een negatieve impact op de leenkosten van banken kan hebben.
- Hetzelfde geldt voor de financieringskosten van semi-publieke instellingen als woningcorporaties (die lenen via het Waarborgfonds Sociale Woningbouw, dat dankzij de overheidsachtervang een AAA-rating heeft) en de Bank Nederlandse Gemeenten, de Nederlandse Waterschapsbank en de Nationale Hypotheekgarantie. Een afwaardering had ook geleid tot hogere rentekosten voor provincies, gemeenten, waterschappen, zorginstellingen, woningcorporaties en hypotheek.
- Frankrijk kent een relatief grote semi-publieke sector. De gevolgen van de Franse afwaardering kunnen daarom relatief groot zijn.

Gesuggereerde woordvoeringslijn

- Inhoudelijk ga ik nooit in op uitspraken van rating agencies. Nederland behoudt (net als Duitsland, Finland en Luxemburg) de AAA-status, maar in zijn algemeenheid bevestigt dit nieuws mijn zorgen over de Europese schulden crisis en de mogelijke implicaties daarvan voor Nederland. Het nieuws komt dan ook niet als een verrassing.
- Nederland profiteert als kleine open economie bij uitstap van Europa, en heeft daarom ook een groot belang bij het adequaat aanpakken van deze crisis. Het is niet voor niets dat Nederland concrete voorstellen heeft gedaan die moeten bijdragen aan een snelle oplossing van de crisis. Daar werken we nu hard aan.
- Daarnaast onderstreept dit bericht dat het essentieel is dat dit kabinet koersvast is ten aanzien van het op orde brengen van het huishoudboekje van Nederland. We moeten ons houden aan onze regels, want vertrouwensverlies wordt in de huidige markten snel afgestraft. Ons tekort is bovendien aanzienlijk hoger dan in andere AAA-landen als Duitsland en Finland.

Q&A over rating S&P

Hoe kijkt u aan tegen de ratings van de andere landen? Bijv. Frankrijk?

- Als gezegd ga ik nooit inhoudelijk in op uitspraken van rating agencies. Het is wel al langer duidelijk dat de vooruitzichten verslechteren, en dat dit voor meerdere lidstaten betekent dat er meer moet worden gedaan om de

overheidsfinanciën op orde te brengen en de groei te versterken middels structurele hervormingen. De ratings komen daarom niet als verrassing.

Wat betekent deze rating voor Nederlands beleid?

- Wij voeren geen beleid op basis van ratings. Bovendien is deze stap van S&P niet veroorzaakt door het beleid dat wij voeren, maar door externe factoren, namelijk de Europese schuldenproblemen. Dit nieuws bevestigt dus onze zorgen over de schuldencrisis en laat zien dat een oplossing van hoogstnoodzakelijk is. Daar werken wij hard aan.
- Daarnaast laat het nogmaals zien dat het goed is dat dit kabinet koersvast is ten aanzien van het op orde brengen van het huishoudboekje van Nederland. We moeten ons houden aan onze regels, want vertrouwensverlies wordt in de huidige markten snel afgestraft. Ons tekort is bovendien aanzienlijk hoger dan in andere AAA-landen als Duitsland en Finland.

Wat betekenen lagere ratings voor EFSF?

- EFSF heeft tot nu toe een AAA rating gehad. EFSF leende toen geld op financiële markten tegen een rente die vergelijkbaar was met de rente die Frankrijk betaalde.
- Onze verwachting is dat dit na deze nieuwe ratings in de toekomst nog steeds zo zal zijn. EFSF blijft relatief gezien tot de meest veilige categorie voor investeringen horen en zal vergelijkbare financieringskosten hebben als Frankrijk.

Toelichting

Tabel 1. Overzicht ratings S&P

	Was	Wordt
Nederland	AAA; stable	AAA; negative
Duitsland	AAA; stable	AAA; stable
Frankrijk	AAA; negative	AA+; negative
Oostenrijk	AAA; negative	AA+; negative
Finland	AAA; stable	AAA; negative
Luxemburg	AAA; stable	AAA; negative
Italië	A; negative	?
Spanje	AA-; negative	A
EFSF	AAA; negative	AA+*

* Inschatting, nog niet duidelijk

- De rating van overheden wordt door S&P gebaseerd op vijf scores: "Political", "Economic", "External", "Fiscal" en "Monetary" score.
- Op basis van de politiek en economische score wordt een politiek en economisch profiel opgesteld en de andere drie (extern, fiscaal en monetair) worden samengebracht in een 'flexibility- and performance' profiel. Op basis van deze twee profielen wordt de rating vastgesteld voor verplichtingen in vreemde valuta. De rating voor verplichtingen eigen valuta kan 0 tot 2 stappen hoger zijn dan de rating voor vreemde valuta aangezien een overheid bepaalde mogelijkheden kan hebben binnen de eigen grenzen die de eigen kredietwaardigheid kunnen ondersteunen, zoals monetaire financiering of wisselkoersbeleid. Echter, voor leden van een muntunie geldt dat deze twee ratings aan elkaar gelijk zijn.

Chart 1
Sovereign Rating Framework

