

> Retouradres Postbus 20201 2500 EE Den Haag

De Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal  
Postbus 20018  
2500 EA Den Haag

**Agentschap**

Korte Voorhout 7  
2511 CW Den Haag  
Postbus 20201  
2500 EE Den Haag  
www.dsta.nl

**Ons kenmerk**

AGT/2011/2593 M

**Uw brief (kenmerk)**

2011D02573

**Bijlagen**

Datum 1 juli 2011

Betreft Vragen vaste commissie voor Financiën over het kabinetsbeleid inzake de financieringskeuze van de staatsschuld

Geachte voorzitter,

Met deze brief geef ik antwoord op de vragen en opmerkingen van de leden van de fracties over het kabinetsbeleid inzake de financieringskeuze van de staatsschuld, die zijn toegezonden per brief op 28 april 2011 (Kamerstuk 32 500 – IX A). Ik heb de vragen en antwoorden van de verschillende fracties gebundeld rondom zes thema's.

## **I. Herijking van het risicokader**

1. De leden van de fracties van de VVD, de PvdA en het CDA hebben vragen over de herijking van het risicokader en in het bijzonder welke andere inzichten er zijn ontstaan naar aanleiding van de financiële crisis. In dit kader vraagt het CDA zich af welke mogelijkheden er zijn om in de toekomst, ook gelet op de Europese schuldencrisis, meer rekening te houden met de voorkeur van institutionele beleggers voor de uitgifte van langlopende leningen. In het bijzonder vragen de leden van de PvdA-fractie of de gekozen wijze van staatsschuldfinanciering rekening houdt met de te verwachte ontwikkelingen op de goederen- en arbeidsmarkt, alsmede de reacties van de monetaire autoriteiten daarop. Daarnaast vragen de VVD en het CDA naar de behaalde efficiencywinsten van het risicokader en de prestatie sinds 2008.

Voor wat betreft de herijking van het risicokader moet ik op dit moment volstaan met de verwijzing naar het binnenkort separaat te verschijnen rapport hierover. Dit rapport zal zowel een analyse van het huidige risicokader voor de staatsschuld (de benchmark als stuurvariabele plus een evaluatie van het gekozen 7-jaarspunt) bevatten als een voorstel voor een nieuw risicokader voor de periode vanaf 2012. In dit rapport zal een beschrijving worden gegeven van het financieringsbeleid en de looptijdkeuzes die daarin worden gemaakt in relatie tot het risicokader. Voor een uiteenzetting van de behaalde efficiencywinsten kan ik nu al verwijzen naar het Jaarverslag 2010 (Jaarverslag IXA Nationale Schuld)<sup>1</sup>. Hierin wordt beschreven in welke mate het Agentschap (als schuldmanager) in staat is geweest de benchmark te benaderen.

---

<sup>1</sup> Jaarverslag 2010, Begroting IXA, Beleidsartikelen financiering staatsschuld.

In 2010 heeft de Staat een positief resultaat van € 492 miljoen gerealiseerd vis-à-vis de benchmark.

Agentschap

Ons kenmerk  
AGT/2011/2593 M

## II. Financiering in vreemde valuta

2. De leden van de VVD en CDA fractie vragen wat het beoogde doel is van een dollarlening en welke risico/rendementsafwegingen hierbij een rol spelen. In dit kader wil de VVD weten wat dit beleid zegt over de internationale positie van de euro. Verder vragen de fracties zich af of het afdekken van het valutarisico niet ten koste gaat van het realiseren van kostenvoordelen en welke belemmeringen er zijn om dezelfde voordelen met een eurolening te behalen. Ook wordt gevraagd of er andere instrumenten zijn om de investeerderbasis te verbreden.

Het doel van een dollarlening is het diversifiëren van de investeerderbasis, onder de randvoorwaarde van het behalen van een kostenvoordeel. Aan deze diversificatiestrategie zitten twee kanten: vanuit de Nederlandse Staat bekeken gaat het erom onze investeerderbasis te verbreden met enerzijds beleggers die minder geneigd zijn in euro's te beleggen en anderzijds beleggers die hun dollarportefeuille willen diversifiëren met schuldpapier uitgegeven door andere emittenten dan bijvoorbeeld de Amerikaanse overheid. Vanuit investeerders bekeken kan een Nederlandse dollarlening aantrekkelijk zijn omdat zij daarmee de samenstelling van hun beleggingsportefeuilles kunnen spreiden over meerdere landen en/of schulduitgevers. Uit gesprekken met potentiële nieuwe investeerders, waaronder Amerikaanse en Aziatische beleggers, kan worden afgeleid dat er in beginsel veel belangstelling is voor een Nederlandse dollarlening. Door de potentieel grote vraag kan het financieren in dollars voordeliger zijn dan financiering via een eurolening met dezelfde looptijd. Vanuit een risico/rendementsafweging, waarbij een afweging wordt gemaakt tussen enerzijds rentelasten (in de begroting) en anderzijds rente- en valutarisico's (voor de begroting), ontstaat zodoende de mogelijkheid om bij dezelfde risico's als bij een eurolening lagere rentelasten te realiseren.

De Nederlandse Staat financiert zich traditioneel op de kapitaalmarkt in euro's. Een dollarlening staat op zich los van de internationale positie van de euro. Of er een financieringsvoordeel te behalen is voor de Nederlandse Staat, is in beginsel niet afhankelijk van de hoogte van de euro/dollarwisselkoers. In internationaal perspectief neemt het belang van de euro als reservemunt gestaag toe maar de dollar blijft verreweg de grootste reservevaluta. Daardoor is de markt voor dollar gedenomineerde staatsobligaties verreweg het meest liquide. Dit is de reden waarom de Staat heeft gekozen voor de mogelijke uitgifte in dollars, en niet in een andere vreemde valuta.

Bij een dollarlening wordt de aangetrokken hoofdsom geconverteerd naar euro's waarbij de koers van de toekomstige, terug te converteren hoofdsom meteen wordt vastgelegd. De tussentijdse rentebetalingen worden eveneens geconverteerd naar euro's. Door het afdekken van de valutastromen verzekert de Nederlandse Staat zich tegen toekomstige ontwikkelingen in de euro/dollarwisselkoers. De kostencomponent van het afdekken van het valutarisico maakt integraal onderdeel uit van het totale voordeel dat minimaal moet worden behaald. Als er geen financieringsvoordeel kan worden behaald,

zal de Nederlandse Staat geen dollarlening uitgeven. Of er een financieringsvoordeel bestaat en hoe groot dat voordeel is, wordt continu gevolgd.

Agentschap

Ons kenmerk  
AGT/2011/2593 M

Ik zie op dit moment geen andere mogelijkheden om met andere instrumenten zowel de investeerderbasis te verbreden als een zelfde kostenvoordeel te behalen, gegeven het risico. Een dollarlening is het meest eenvoudige en transparante instrument om het genoemde doel, gegeven de randvoorwaarde van een minimale kostenvoordeel, te behalen. Dit gezegd hebbende, de focus van het Nederlandse financieringsbeleid blijft gericht op de financiering in de eigen nationale valuta, de euro. Een eventuele dollarlening moet gezien worden als een aanvullend financieringsinstrument dat wordt ingezet als de mogelijkheid zich voordoet.

### III. De gekozen looptijden van de uitgiftes

3. De leden van de PvdA en CDA fractie vragen zich af, gezien de hoge financieringsbehoeftes, waarom er 'nauwelijks ruimte' zou bestaan voor andere keuzes bij de looptijd van staatsleningen. Daarnaast wordt gevraagd in hoeverre rekening wordt gehouden met de voorkeur van institutionele beleggers voor de uitgifte van langlopende leningen en wat de belangrijkste risico/rendementsafwegingen hierbij zijn.

Welke ruimte er is voor andere keuzes bij de samenstelling van het kapitaalmarktberoep hangt af van de financieringsbehoefte en de ontwikkeling daarvan. Zoals ik in mijn brief van 25 maart 2011 beschreef is er, gegeven het huidige beleid en de projecties voor het kassaldo, weinig ruimte in de financieringsbehoefte voor andere uitgiftes naast de jaarlijkse uitgiftes van een 3- en 10-jaarslening (ieder voor € 15 miljard), de uitgifte van een 30-jaarslening (€ 10 miljard) gemiddeld eens in de vijf jaar en een gewenste minimale geldmarktombang van € 30 miljard. Als de financieringsbehoefte het noodzakelijk maakt, worden tevens in andere looptijden leningen uitgegeven (b.v. een 5-jaarslening of het ophogen van oude 10-jaarsleningen). De meeste flexibiliteit voor het opvangen van schommelingen van de financieringsbehoeftes wordt in de geldmarkt gevonden.

Een nieuwe 30-jaarslening wordt in het huidige beleid gemiddeld eens in de vijf jaar uitgegeven. Uitgifte in het lange segment komt tegemoet aan de voorkeur van institutionele beleggers. De mogelijkheden voor extra 30-jaarsuitgiftes worden beperkt door het feit dat wanneer een groter deel van de schuld voor langere termijn wordt gefinancierd, deze niet voor herfinanciering in aanmerking komt en derhalve de (her)financieringsbehoefte voor langere tijd neerwaarts drukt. Hierdoor bestaat het gevaar dat de reguliere uitgiftes (jaarlijkse een nieuwe 10-jaars en 3-jaarslening en een voldoende omvangrijke geldmarkt) in het gedrang komen. Daarnaast maken extra uitgiftes van ultralange leningen prijsconcessies noodzakelijk, hetgeen een 30-jaarslening onaantrekkelijker maakt. Daarnaast is in het huidige risicokader - met een benchmark van een 7-jaars gecentreerde portefeuille - de uitgifte van extra lange leningen onaantrekkelijk. In het herijkingrapport kom ik uitgebreider terug op het verlengen van de schuldportefeuille en de inpasbaarheid van 30-jaarslening in het risicokader.

4. Het CDA vraagt wat precies de omschrijving is van een 'volledig onderhouden rentecurve' en tot hoeveel lagere rentelasten dit ongeveer leidt in vergelijking met een minder vaak uitgegeven ultralange lening.

Agentschap

Ons kenmerk  
AGT/2011/2593 M

Een volledig onderhouden rentecurve wordt gekenmerkt door obligaties met verschillende looptijden die makkelijk gekocht en verkocht kunnen worden omdat er sprake is van een continue prijsvorming en geringe transactiekosten. Dit maakt het voor investeerders aantrekkelijker om in Nederlandse obligaties te beleggen en van looptijd te wisselen, en versterkt daarmee de reputatie van de Nederlandse staat als betrouwbare emittent. Door de jaarlijkse uitgifte van een nieuwe 10-jaarslening wordt een volledige rentecurve tot 10 jaar gerealiseerd. Tezamen met andere leningen bepaalt de handel in oude, bestaande 10-jaarsleningen de renteniveaus van de Nederlandse Staat tot 10-jaar. Met een jaarlijkse emissie van een nieuwe 10-jaarslening ontstaat op die manier een staatscurve waarin voor alle looptijden, tot en met 10 jaar, een actuele staatsrente beschikbaar is.

Hoeveel lagere rentelasten een liquide rentecurve oplevert versus een hogere uitgifte van ultralange leningen is niet vast te stellen. Uitgaande van een normaal verloop van de Nederlandse rentecurve, waarbij lange rentes vanwege liquiditeitsvoorkeuren van beleggers hoger liggen dan korte rentes, geeft grafiek 1 hieronder een momentopname van het verschil tussen de 30-jaars rente en de 10-jaarsrente. Aan deze spread zou het rentevoordeel van een jaarlijkse uitgifte van 10-jaarsleningen versus de ultralange 30-jaarslening kunnen worden afgeleid. De spread is gemiddeld 0,37%-punt sinds 2007. Indien meer in het 30-jaars en minder in het 3- en 10-jaarssegment zou worden uitgegeven, zou door gewijzigde vraag/aanbodverhoudingen dit verschil oplopen, en zou het financieringsvoordeel kleiner worden met daarbij hogere rentelasten voor de Nederlandse Staat.

Overigens wil ik benadrukken dat beslissingen omtrent de looptijdkeuze nooit gebaseerd zijn op alleen de hoogte van de rente. Niet alleen heb ik geen rentevisie (ik kom hier later op terug), het gaat altijd om het behalen van zo laag mogelijke rentelasten, gegeven het risico. De afweging is integraal, tussen rentekosten én renterisico. Ik kom daar in het herijkingrapport uitgebreid op terug.

Grafiek 1. Verschil tussen 30-jaars en 10-jaarsrendementen in percentpunten.



Bron: Bloomberg

5. De leden van de PvdA-fractie vragen aandacht voor de grote onzekerheden die nog steeds bestaan rond de Europese schulden crisis en de blootstelling daaraan van de Nederlandse financiële sector. En of ik het eens ben met de stelling van vier prominente economen dat de bankencrisis nog niet voorbij is en dat de afwikkeling daarvan nog grote financiële consequenties kan hebben voor Nederland.

Agentschap

Ons kenmerk  
AGT/2011/2593 M

Er zijn, zoals bekend, nog kwetsbaarheden in de bankensector in Europa, die voor een belangrijk deel voortkomen uit de Europese schulden crisis. De nieuwe ronde stress testen, waarvan de resultaten medio juli bekend zullen worden, zal meer duidelijkheid over die kwetsbaarheden verschaffen omdat er opnieuw gerapporteerd wordt over het bezit van overheidspapier door de banken.

De Nederlandse instellingen hebben de afgelopen tijd benut om hun buffers te versterken conform de hogere Bazelse kapitaalseisen. Tevens is het wetsvoorstel 'bijzondere maatregelen financiële ondernemingen' (de Interventiewet) in voorbereiding, dat van 4 maart tot en met 6 mei ter publieke consultatie heeft voorgelegen. Dit wetsvoorstel voorziet in maatregelen met het oog op tijdige en ordentelijke afwikkeling van financiële ondernemingen in onomkeerbare problemen en daarenboven de borging van de stabiliteit van het financiële stelsel. De opzet van deze maatregelen is om indien nodig effectief te kunnen ingrijpen om de systeemrelevante functies te kunnen waarborgen en de kosten zoveel als mogelijk bij de kapitaalverschaffers te leggen. Tegelijkertijd kunnen risico's voor de schatkist nooit geheel worden uitgesloten.

Alle overheden, ook de Nederlandse, moeten hun huishoudboekje zo snel mogelijk op orde brengen om het voortduren van de landencrisis te verkorten. De uitstekende budgettaire prestatie van Nederland voorafgaande aan de crisis, gaf Nederland een goede uitgangspositie om de gevolgen van de crisis het hoofd te kunnen bieden. Ook dit toont het belang aan van structureel gezonde overheidsfinanciën waar het kabinet aan werkt.

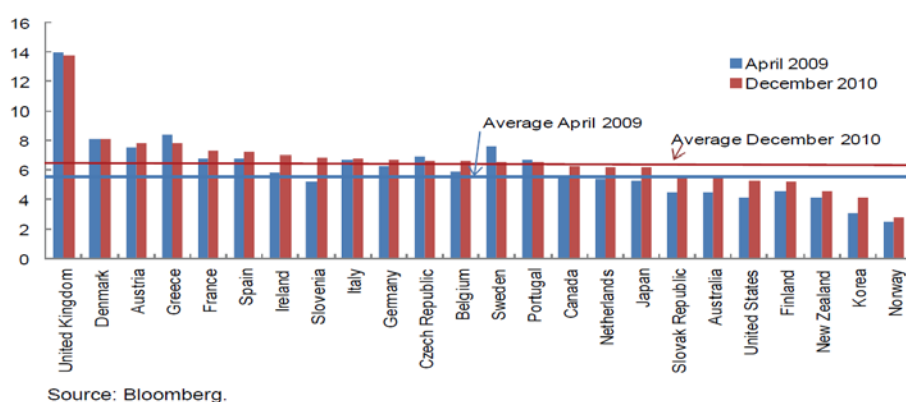
#### **IV. De financieringssamenstelling**

6. De PvdA fractie vraagt in hoeverre een te verwachte renteverhoging, door de ECB een rol speelt in de samenstelling van de financieringsmix en wat de gemiddelde looptijd is van de Nederlandse staatsschuld in verhouding tot andere zeer kredietwaardige Europese landen.

Zoals ik in mijn brief van 25 maart 2011 beschreef, staat het uitgiftebeleid los van visies op en voorspellingen van renteontwikkelingen. Voorspellingen zijn per definitie onzeker. Om op dergelijke onzekerheid beleid te bouwen vind ik te risicovol. Een verwachte verandering van de korte rente zal op zich geen aanleiding zijn om de verdeling van het financieringsberoep over de geld- en kapitaalmarkt aan te passen. In het financieringsbeleid spelen marktverwegingen (voorspelbaarheid, transparantie, liquiditeit en een brede investeerderbasis), die indirect bijdragen aan lagere kosten, een veel belangrijker rol.

Voor wat betreft de gemiddelde looptijd laat figuur 1 zien (ontleend aan een IMF-publicatie) dat, in internationaal perspectief, de resterende gemiddelde looptijd van de Nederlandse staatsschuld (ongeveer 7 jaar) iets lager lag dan de geselecteerde landen in 2009 en 2010. Hierin is ook te zien dat voor NL de resterende looptijd hoger is dan voor Finland maar lager dan voor Duitsland, Zweden, Denemarken. Overigens is de gemiddelde rentetypische looptijd van de Nederlandse staatsschuld ongeveer 4-jaar (continue uitgifte van 7-jaarschuld conform de benchmark geeft een gemiddelde looptijd van 4 jaar).

Figuur 1. Resterende looptijd staatsschuld in 2009 en 2010  
(Years)



7. Het CDA vraagt naar een definitie van het kastekort en welk beleid ontwikkeld is om een voldoende omvang van de geldmarktbuffer te behouden. Daarnaast wil het CDA weten of er sinds het uitbreken van de kredietcrisis problemen zijn geweest met het financieren op de geldmarkt.

Het kastekort is het verschil tussen de uitgaven en ontvangsten van het Rijk (inclusief deelnemers geïntegreerde middelenbeheer) op kasbasis. Door te corrigeren voor kas/transactieverschillen en voor financiële transacties en voor het saldo lokale overheden ontstaat het EMU-saldo. Over het kassaldo wordt minder frequent gerapporteerd dan het EMU-saldo, maar is vanuit financieringsoogpunt de relevante variabele voor het bepalen van de financieringsbehoefte (die ook op kasbasis luidt). Ter illustratie: de Voorjaarsnota raamt voor 2011 een EMU-saldo van € -21,7 mld, terwijl het kassaldo € -16,2 mld bedraagt. De stand van het kassaldo in de Voorjaarsnota is ten opzichte van de stand in de Startnota verbeterd door de terugbetalingen door banken van eerder ontvangen kapitaalsteun en verschilt ten opzichte van het EMU-saldo door de tekorten bij de lokale overheden.

Om te voorkomen dat de omvang van de geldmarkt te klein wordt om nog voldoende liquide te zijn, zal op enig moment de kapitaalmarktuitgifte worden verlaagd om een minimale geldmarkt omvang te garanderen. Deze bufferfunctie van de geldmarkt is bedoeld om onverwachte meevallers in het kassaldo op te vangen zonder dat daardoor de omvang van de uitstaande geldmarktfinanciering voldoende op peil blijft. Door de geldmarkt als buffer te hanteren, kan de uitgifte op de kapitaalmarkt gedurende het jaar gehandhaafd

blijven op het eerder aangekondigde niveau; dit past in het streven naar continuïteit en transparantie.

Agentschap

Daarnaast is een permanente aanwezigheid in de geldmarkt van enige omvang van belang om tegenvallers in de begroting makkelijk en snel te kunnen financieren.

Ons kenmerk  
AGT/2011/2593 M

De Staat financiert zich op dit moment in de geldmarkt met 3-maands schatkistpapier (Dutch Treasury Certificates, DTC's) gemiddeld 0,16%-punt onder de gehanteerde geldmarktbenchmark (de EONIA swapcurve). Dit is veel gunstiger dan in de jaren voorafgaande aan de crisis. Ondanks een forse uitbreiding van het DTC-programma - van een gemiddelde eindejaarsstand van € 15-18 miljard voor de crisis naar € 48 mld ultimo 2010 - is de belangstelling voor DTC's dus blijvend hoog. Een andere maatstaf voor de blijvend sterke vraag naar Nederlands schatkistpapier is dat de inschrijvingen van beleggers in veilingen de benodigde hoeveelheid gemiddeld 2 tot 3 keer overtreffen. De recentste ervaringen uit de financiële crisis laten daarom zien dat een kredietwaardig land als Nederland zonder noemenswaardige problemen snel en efficiënt korte termijn financiering kan aantrekken op de geldmarkt. Ten behoeve van de kapitaalmarktinjecties in de financiële sector is eind 2008 in korte tijd in totaal € 67 mld extra in de geldmarkt gefinancierd.

## V. De rentelasten

8. De VVD vraagt naar mijn beoordeling om de rentelasten weer onder het uitgavenkader te plaatsen en welke risico's dit heeft voor het behalen van de bezuinigingsdoelstelling. Tevens vraagt de PvdA zich af waarom er in het begrotingsbeleid wel met een rentevisie wordt gewerkt op basis van CPB-ramingen en in het financieringsbeleid niet.

Het besluit om de rentelasten onder het uitgavenkader te brengen is -op advies van de Studiegroep Begrotingsruimte- opgenomen in de nieuwe begrotingsregels. Om de overheidsuitgaven beter te beheersen zijn (mede) de rentelasten onder het kader gebracht. Een betere beheersing van neerwaartse risico's aan de uitgavenkant kan worden gerealiseerd door zoveel mogelijk uitgaven onder normering te brengen, inclusief rentelasten omdat er sprake is van beleidsmatige componenten in de rentelasten.

Tegelijkertijd is in dat verband aanbevolen (en door het kabinet overgenomen) dat meevallende rentelasten niet mogen leiden tot extra bestedingen, maar voor aflossing van de staatsschuld moeten worden aangewend. Dit gebeurt door gedurende de kabinetsperiode het uitgavenkader te corrigeren (verlagen) wanneer de rentelasten meevallen. Dit betekent dat voor een tegenvallende ontwikkeling van de rentelasten moet worden omgebogen.

Het antwoord op de vraag tot welke risico's dit leidt voor het behalen van de bezuinigingsdoelstelling, is op voorhand lastig te beantwoorden. Wanneer het uitgavenkader wordt overschreden zal volgens de door dit kabinet vastgestelde begrotingsregels, bovenop de bij regeerakkoord aangekondigde bezuinigingsdoelstelling, aanvullend moeten worden omgebogen. Het maakt daarbij geen verschil of de uitgavenoverschrijding het gevolg is van hoger dan verwachte rentelasten of door andere uitgavencategorieën komt.

Voor het maken van ramingen voor de rentelasten moeten aannames worden gemaakt voor zowel volumes (de financieringsbehoefte) als prijzen (hoogte van de rente). Voor wat betreft de hoogte van de rente ga ik uit van de door het CPB onafhankelijk vastgestelde korte en een lange rekenrente. De korte rekenrente is de Nederlandse 3-maands geldmarktrente en de lange rekenrente de Nederlandse 10-jaars kapitaalmarktrente.

Agentschap

Ons kenmerk  
AGT/2011/2593 M

De rekenrentes worden door het CPB vastgesteld aan de hand van de koersen op de termijnmarkten. Op de termijnmarkten komen prijzen (in dit geval rentes) tot stand voor 'levering' (van in dit geval een krediet) in de toekomst. Termijnkoersen worden algemeen gezien als best mogelijke, maar niet perse nauwkeurige inschatting van mogelijke toekomstige renteniveaus. Dat het CPB deze termijnkoersen als basis voor de rekenrentes hanteert, betekent niet dat die rekenrentes een rentevisie van het CPB impliceren. Omdat de rente zich nu eenmaal slecht laat voorspellen heb ik als minister van Financiën, net als het CPB, geen rentevisie bij de keuze van de looptijden waarin de Staat zich financiert. Als ik actief zou inspelen op verwachte renteontwikkelingen loop ik het risico dat rentelasten fors gaan afwijken van de ramingen wanneer gerealiseerde rentevoeten anders uitpakken dan de voorspellingen. Actuele rente-ontwikkelingen hebben in beginsel geen invloed op het uitgiftebeleid; voorspelbaarheid, transparantie en continuïteit zijn op lange termijn belangrijker in de bijdrage aan lagere rentekosten.

9. De PvdA vraagt om grafisch weergave van de gemiddelde rente op de staatsschuld en of de conclusie getrokken kan worden dat op dit moment geleend wordt tegen zeer lage tarieven.

De bijgevoegde grafiek 2 geeft een illustratie van de renteontwikkeling in het 10-jaarssegment sinds 1993. Vooral als gevolg van de vlucht naar veilige beleggingen, waaronder de Nederlandse AAA staatsobligaties, is te zien dat in augustus 2010 de Nederlandse 10-jaarsstaatsrente het laagste punt bereikte sinds 1993. Afgeleid kan worden dat het huidige renteniveau in historisch perspectief laag is. Dat geldt echter eveneens voor andere looptijdsegmenten. Illustratief is ook dat de Nederlandse Staat begin dit jaar een nieuwe 3-jaarslening heeft uitgegeven met de laagste coupon ooit (1%) tegen een rendement van 1,297%.

Grafiek 2. Ontwikkeling 10-jaarsrente in percentages (rechteras) tussen 1993 en 2011.



Bron: Reuters



**VI. Uitvoering van het financieringsbeleid**

10. De VVD vraagt wie de partijen zijn tegenover wie ik me gecommitteerd heb om leningen met een bepaalde omvang en looptijd te plaatsen. De PVV vraagt of het van belang is van wie wordt geleend en wat de samenstelling is van de huidige investeerderbasis.

Het commitment bestaat aan de markt in het algemeen, bestaande uit professionele en particulier beleggers. Door commitment af te geven over bijvoorbeeld minimale leningvolumes, maar ook over de looptijden waarin wordt uitgegeven weten beleggers waarop zij kunnen rekenen. Dit versterkt de reputatie van de Nederlandse Staat als een betrouwbare emittent.

Obligaties (DSL's; Dutch State Loans) worden heropend door middel van toonbankveilingen georganiseerd door het Agentschap. Het Agentschap maakt bij het begin van de veiling een prijs bekend die afhankelijk van de marktomstandigheden tijdens de veiling kan worden aangepast. Primary Dealers nemen de lening af als zij de prijs aantrekkelijk vinden en verkopen deze eventueel door aan eindbelegger. Welke dat zijn, is onbekend. De lancering van nieuwe lange leningen vindt plaats door middel van een Dutch Direct Auction (DDA) waarin eindbeleggers direct deelnemen aan de veiling met behulp van de Primary Dealers. In dergelijke DDA's zijn de namen van eindbeleggers wel bekend, maar informatie daarover is vertrouwelijk. De samenstelling van investeerders bij een DDA bestaat uit twee categorieën: real money (lange termijn) investeerders waartoe onder andere vermogensbeheerders, centrale banken, verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen behoren en 'andere' (korte termijn) beleggers waar onder andere banken en hedgefondsen toe behoren. Om een idee te geven van het belang van de verschillende categorieën is in tabel 1 een uitsplitsing gemaakt van de toewijzing naar verschillende soorten investeerders in de laatste DDA van 21 juni 2011 waarmee de nieuwe 5-jaars DSL naar de markt is gebracht.

In principe is het niet van belang van wie de Nederlandse Staat leent. Bij nieuwe emissies wordt, indien nodig, de oorsprong van investeerders gecheckt en gecontroleerd, bijvoorbeeld om na te gaan of zij onder sanctiemaatregelen van de EU vallen.

Tabel 1. Uitsplitsing naar beleggers classificatie

<b>Beleggers classificatie</b>	<b>Allocatie (%)</b>
<i>Real Money, waarvan:</i>	58%
<i>Asset management</i>	25%
<i>Verzekeraar</i>	13%
<i>Pensioenfondsen</i>	11%
<i>Centrale bank/ Agency/ Multilaterale instelling</i>	8%
<i>Private bank</i>	1%
<i>Other, waarvan:</i>	42%
<i>Banks &amp; Trust</i>	18%
<i>ALM desk</i>	4%
<i>Hedge funds</i>	2%
<i>Overig</i>	18%
<b>Landen classificatie</b>	<b>Allocatie (%)</b>
<i>Verenigd Koninkrijk</i>	27%
<i>Nederland</i>	26%
<i>Frankrijk</i>	10%
<i>Duitsland</i>	6%
<i>Overig eurogebied</i>	15%
<i>Overig Europa (excl. eurogebied)</i>	9%
<i>Rest van de wereld</i>	7%

11. De PVV wil weten wat een voldoende omvang is van een lening, de rentepercentages hiervan en met welke frequentie er wordt uitgegeven?

Agentschap

Ons kenmerk  
AGT/2011/2593 M

De 3-, 5- en 10-jaarsleningen hebben sinds 2010 een doelvolumen van minimaal € 15 miljard, daarvoor was dit € 10 miljard. Doelvolumes zijn verhoogd in het licht van de grotere financieringsbehoefte en om concurrerend te blijven met de grootste schulduitgevers van het Eurogebied (Duitsland en Frankrijk). Hiermee kan op de kapitaalmarkt het leeuwendeel van de financieringsbehoefte worden gefinancierd. De 30-jaarsleningen hebben een doelvolumen van minimaal € 10 miljard. Deze volumes garanderen beleggers liquiditeit in DSLs, zodat zij te allen tijde aan- en verkooptransacties van een redelijke omvang kunnen verrichten zonder daardoor de markt te beïnvloeden.

Tabel 2 geeft een overzicht van de rentepercentages en uitgiftevolumes in 2010. De gemiddelde uitgifterendementen in 2010 voor de nieuwe 3-jaarslening (aflosdatum 15 januari 2013), de heropening van de 5-jaars (15 januari 2015), nieuwe 10-jaars (15 juli 2020) en nieuwe 30-jaarsleningen (15 januari 2042) waren respectievelijk: 1,771%, 2,341%, 2,913% en 3,525%.

Zoals in de kamerbrief is beschreven worden jaarlijks, afhankelijk van de financieringsbehoefte, twee of drie nieuwe leningen uitgegeven die binnen 12 maanden op het gewenste uitstaande volume worden gebracht. Iedere lening wordt in gemiddeld vier keer tot € 15 miljard opgehoogd.

Tabel 2. Overzicht van nieuwe uitgiftes en heropeningen van nieuwe leningen in 2010 (exclusief heropeningen van oude leningen)

Volume in miljarden euro					
Maand	DSL	Koers van uitgifte	Rendement	Uitgifte	Uitgiftevolume
January	1,75% 2010 due 15 January 2013	99,94	1,771	12 January 2010	4,945
February	3,50 % 2010 due 15 July 2020	99,80	3,525	2 February 2010	6,417
February	2,75% 2009 due 15 January 2015	101,88	2,341	9 February 2010	2,675
March	1,75% 2010 due 15 January 2013	101,02	1,382	9 March 2010	3,300
April	3,50 % 2010 due 15 July 2020	100,90	3,395	13 April 2010	3,278
May	2,75% 2009 due 15 January 2015	104,08	1,830	11 May 2010	2,761
May	3,75% 2010 due 15 January 2042	99,05	3,803	18 May 2010	5,199
June	1,75% 2010 due 15 January 2013	102,02	0,958	8 June 2010	3,998
July	3,50 % 2010 due 15 July 2020	106,04	2,799	13 July 2010	2,175
September	1,75% 2010 due 15 January 2013	102,04	0,861	14 September 2010	2,800
October	3,75% 2010 due 15 January 2042	117,01	2,913	12 October 2010	1,815
November	3,50 % 2010 due 15 July 2020	107,55	2,606	9 November 2010	3,200

Bron: [www.dst.nl](http://www.dst.nl), statistieken en resultaten emissies.

12. Daarnaast wil de PVV weten wat de invloed is geweest van de sterk oplopende staatsschuld sinds 2008 op de te betalen rentepercentages en wat het gemiddelde rentepercentage is waartegen wordt geleend en van vóór de financiële crisis.

Na de oploep van de staatsschuld, van € 216 miljard eind 2007 naar € 312 miljard eind mei 2011, zou verwacht worden dat de gemiddelde rente op de staatsschuld en daarmee de rentelasten verhoudingsgewijs zouden meestijgen. Echter, dat is voor de Nederlandse staat niet het geval geweest.

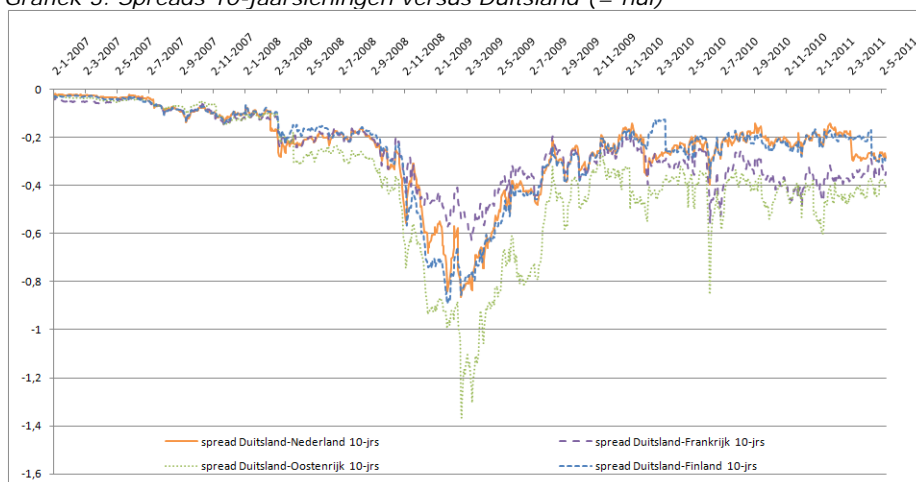
De rentelasten zijn naar verhouding minder hard gestegen, van € 9,1 miljard (2007) naar € 9,8 miljard (2010), en waren vergelijkbaar met de rentelasten in de voorliggende periode, afnemend van € 10,6 miljard (2003) naar € 9,1

miljard (2006)<sup>2</sup>. De rentelasten in 2009 en 2010 komen overeen met 1,7% BBP en zijn daarmee lager dan het Europese gemiddelde van 2,1%. Dat rentelasten veel minder sterk zijn gestegen dan op voorhand verwacht zou mogen worden, illustreert dat er geen sprake is (geweest) van 'normale' marktomstandigheden. Hoewel de absolute renteniveaus waartegen de Nederlandse Staat kan lenen zijn gedaald, is het renteverskil met Duitsland door de crisis per saldo opgelopen. Grafiek 3 laat zien dat in de loop van 2008 spreads ten opzichte van Duitsland flink zijn gestegen, en daarna weer geleidelijk aan zijn gedaald, als gevolg van de vlucht naar veilige beleggingen (safe haven effect). Sinds 2007 financiert Nederland (samen met Finland) met een gemiddelde opslag van 0,24%-punt versus Duitsland zich voordeliger dan de overige AAA's: Frankrijk (+ 0,26%-punt) en Oostenrijk (+0,38%-punt).

Agentschap

Ons kenmerk  
AGT/2011/2593 M

Grafiek 3. Spreads 10-jaarsleningen versus Duitsland (= nul)



Bron: Bloomberg. De kredietopslagen zijn het verschil tussen de Duitse 10-jaarsrendement minus de respectievelijke rendementen van genoemde landen. De onderlinge vergelijking wordt versus Duitsland gemaakt omdat die zich het meest voordelig kan financieren, met name vanwege de hogere liquiditeit van Duitse leningen.

13. Het CDA vraagt in hoeverre de werkzaamheden en werkwijze van het agentschap te vergelijken zijn met die van andere eurolanden en op welke wijze hier coördinatie plaatsvindt.

De werkzaamheden van het Agentschap komen overeen met die van de overige schuldmanagers in het eurogebied en liggen in lijn met de richtinggevendende principes zoals geformuleerd in de Guidelines on Public Debt Management van het IMF en de Wereldbank. Binnen deze kaders maakt ieder land zijn eigen afwegingen en vult het uitgiftebeleid naar eigen inzichten in. Zowel in Europees (EU) als in OESO-verband ontmoeten schuldmanagers elkaar meerdere malen per jaar om de actualiteit te bespreken en ervaringen met uitgiftes en risicomangement uit te wisselen. Schulduitgiftes worden zoveel mogelijk afgestemd, maar veelal impliciet; zo is bekend dat Nederland altijd op de tweede dinsdag van de maand een staatslening veilt. Organisatorisch is in Nederland de schuldmanager (het Agentschap) een

<sup>2</sup>Jaarverslag IXA 2010, 2006 en 2003

directie van het ministerie van Financiën. In sommige andere Europese landen is de schuldmanager meer op afstand geplaatst.

**Agentschap**

14. Het CDA wil inzicht in de wijze waarop financiering voor het Europese noodfonds plaatsvindt en welke overwegingen daaraan ten grondslag liggen?

**Ons kenmerk**  
AGT/2011/2593 M

In mijn brief van 22 maart 2011 aan de Eerste Kamer heb ik over de oprichting van een permanente noodmechanisme, het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM), geschreven. Aansluitend is tijdens de Europese Raad van 24 en 25 maart afgesproken dat het ESM een gestort kapitaal zal krijgen van 80 mld. Dit kapitaal wordt over een periode van 5 jaar opgebouwd. Het Nederlandse deel bedraagt € 915,2 miljoen per jaar over de periode 2013 t/m 2017. Dit maakt onderdeel uit van de financieringsbehoefte in de komende jaren en zal als zodanig integraal worden gedekt.

Ook kent het ESM voor € 620 mld. aan opeisbaar kapitaal. Dit opeisbaar kapitaal is vergelijkbaar met een garantieverplichting en leidt niet direct tot kasuitgaven. Het aandeel van Nederland voor zowel het te storten kapitaal als het opeisbaar kapitaal zal circa 5,72% bedragen. Overigens is een relatief hoog aandeel van gestort kapitaal in lijn met de Nederlandse wens. Een adequaat niveau van gestort kapitaal maakt het ESM immers stabiel.

Hoogachtend,

de minister van Financiën

mr. drs. J.C. de Jager