

De financiële crisis: gevolgen voor de rijksbegroting

*J. de Haan**

Samenvatting

Dit artikel behandelt de gevolgen van de financiële crisis voor de Nederlandse begroting en het financieringsbeleid van de Staat. De getroffen maatregelen om de financiële stabiliteit te handhaven bestaan grotendeels uit garanties en andere maatregelen die voorsnog geen effect hebben op het EMU-saldo. Wel is de staatsschuld flink toegenomen door onder andere de nationalisatie van Fortis ABN AMRO. Deze extra financieringsbehoefte is grotendeels gedekt door uitgifte van kortlopend schuldpapier, waardoor de financieringsbehoefte in 2009 snel stijgt. Doordat een groot deel van de steunverlening aan financiële instellingen via garantieverleningen is gegeven, komen de risico's die de Nederlandse Staat loopt niet goed tot uitdrukking in de cijfers voor EMU-saldo en staatsschuld.

Trefwoorden: kredietcrisis, staatsschuld

1 Inleiding¹

Bij het indienen van de rijksbegroting voor 2009 ging de regering er nog van uit dat de staatsschuld van Nederland – conform de EMU-definitie – in 2008 zou uitkomen op 250 miljard euro, dat is 42,1 procent van het bruto binnenlands product (bbp). Voor 2009 werd voorzien dat de staatsschuld zou dalen tot 246 miljard euro. De kredietcrisis heeft echter flink roet in het eten gegooid. De economische groei is even verleden tijd en de belastingopbrengst blijft achter bij de eerder opgestelde ramingen. Het gevolg is dat het EMU-saldo van de begroting aanzienlijk verslechtert en de uitstaande schuld oploopt. Veruit de belangrijkste oorzaak van de stijging van de staatsschuld ligt evenwel bij de steunverlening aan de financiële sector. Hoewel deze operatie in de vorm van nationalisatie (Fortis/ABN AMRO) en kapitaalinjecties (ING, Aegon, SNS REAAL) voorsnog geen directe invloed heeft op het EMU-saldo, moest de Staat lenen om deze steunverlening te kunnen financieren.

Mede door de boven beschreven ontwikkelingen staat het management van de staatsschuld weer in de belangstelling. Deze bijdrage behandelt eerst de getroffen maatregelen en de doelstelling van het financieringsbeleid, waarna de samenstelling van de Nederlandse staatsschuld aan de orde komt.

2 Maatregelen

De regering heeft naast kapitaalinjecties aan ING, Aegon, SNS REAAL en nationalisatie van Fortis/ABN AMRO nog andere maatregelen genomen om de stabiliteit van het financiële systeem te waarborgen.

Ten eerste is de bestaande depositogarantieregeling uitgebreid. In plaats van maximaal 38.000 euro, krijgen houders van een deposito aangehouden bij een bank die onder toezicht staat van De Nederlandsche Bank voorsnog 100.000 euro volledig vergoed,

1 De auteur is dank verschuldigd aan Drs. N. Nahuis en Prof. dr. C.A. de Kam voor hun commentaar op een eerdere versie van deze bijdrage.

mocht die bank niet langer aan zijn verplichtingen kunnen voldoen. Wanneer een beroep op deze regeling wordt gedaan, verslechtert naar verwachting het EMU-saldo.² Ten tweede heeft de regering een garantieregeling voor banken in het leven geroepen.³ Deze is niet relevant voor het EMU-saldo en de EMU-schuld, met uitzondering van de premie die banken verschuldigd zijn wanneer zij een beroep op deze regeling doen. Mocht een bank in gebreke blijven, dan heeft het beroep dat wordt gedaan op de door de Staat verstrekte garantie uiteraard eveneens gevolgen voor het EMU-saldo. Uit de *Najaarsnota 2008* blijkt dat door de maatregelen die zijn genomen in verband met de financiële crisis de stand van de EMU-schuld voor 2008 met maar liefst 15,2 punten van het bbp opwaarts is bijgesteld naar 57,3 procent bbp. Tabel 1 geeft een overzicht van de bijstelling van de schuld, onderverdeeld naar de belangrijkste componenten. Een lening aan IJsland – om het dat land mogelijk te maken aan depositohouders van Icesave de eerste 20.000 euro van verloren gegane spaargelden te vergoeden – moet nog worden ingevuld. Hierdoor loopt de brutoschuld mogelijk nog iets verder op (met ongeveer 0,2 procent bbp). Overigens valt te bedenken dat tegenover de toegenomen brutoschuld een hoger overheidsbezit in de vorm van financiële activa staat. De nettoschuldpositie van de overheid zal dus minder verslechteren dan de ontwikkeling van het brutoschuld cijfer suggereert. In het *Centraal Economisch Plan 2009* rapporteert het Centraal Planbureau voor 2008 een schuldquote van 58,1 procent bbp.

Tabel 1. EMU-schuld 2008 ten opzichte van de stand Miljoenennota 2009 (procent bbp)

	EMU-schuld
EMU-schuld Miljoenennota 2009	42,1
Deelneming Fortis/ABN AMRO	2,8
Overbruggingskrediet Fortis	8,4
Voorfinanciering IJsland	PM
Kapitaalversterking ING	1,7
Kapitaalversterking AEGON	0,5
Kapitaalversterking SNS Reaal	0,1
Bijstelling CBS EMU-schuld ⁴	1,0
Overige mutaties Najaarsnota 2008	0,4
<i>Totaal mutaties</i>	<i>15,2</i>
EMU-schuld Najaarsnota 2008	57,3

Bron: Tweede Kamer (2008–2009a), 2

- 2 Dit is mede afhankelijk van de lastenverdeling die in dat geval met de overige banken wordt afgesproken.
- 3 Het kabinet heeft 200 miljard euro beschikbaar gesteld voor banken met een Nederlandse vergunning, als garantstelling voor de uitgifte van middellang schuldpapier. De garantie strekt zich uit tot niet-achtergestelde leningen zonder onderpand, in de vorm van 'plain vanilla' commercial paper, certificates of deposit en medium term notes, met een looptijd van minimaal drie en maximaal 36 maanden. Naast de hoofdsom wordt ook de rente gegarandeerd. Het Agentschap van het Ministerie van Financiën voert de regeling uit. Banken die een beroep doen op de regeling dienen een garantiepremie te betalen. Aanvankelijk deden alleen autoleasebedrijf Leaseplan en de bank NIBC een beroep op de regeling, ieder voor 1,25 miljard euro, maar inmiddels hebben ook diverse andere banken een beroep op de regeling gedaan.
- 4 In de cijfers voor de EMU-schuld 2007 waren abusievelijk de callgeld leningen ultimo 2007 niet opgenomen.

Sinds het verschijnen van de *Najaarsnota* bleek verdere steunverlening aan ING nodig. Eind januari 2009 werd besloten om ING een zogenoemde 'Illiquid Assets Back-up Facility' (hierna: back-up faciliteit) te verlenen.⁵ Na een eerste afwaardering van 10 procent door ING van zijn zogenoemde Alt-A portefeuille, delen de Nederlandse Staat en ING gezamenlijk in de winsten en verliezen op het resterende deel van deze portefeuille. De omvang hiervan is 35 miljard dollar (ongeveer 30 miljard euro). De verhouding voor de verdeling van de winsten en de verliezen op de portefeuille is 80 procent voor de Staat en 20 procent voor ING. ING blijft overigens eigenaar van de portefeuille die bestaat uit gesecuritiseerde hypothecaire leningen waarbij hypotheekgevers geen salarisstroken overleggen. Qua risico zitten deze leningen tussen *prime* (A) en *subprime* in. Deze portefeuille is momenteel niet liquide, omdat de handel in deze instrumenten vrijwel is stil gevallen. Het gevolg hiervan is dat de marktprijs niet noodzakelijkerwijs de economische waarde van de portefeuille vertegenwoordigt. Conform internationale boekhoudstandaarden leiden schommelingen in de marktwaarde echter direct tot een afboeking van het eigen vermogen. "In de huidige marktomstandigheden, met een groot verschil tussen de marktwaarde en economische (intrinsieke) waarde, ontstaan afboekingen via de negatieve herwaarderingsreserve die geen recht doen aan de economische realiteit. En na grondige analyse door onafhankelijke experts blijkt dit het geval bij de Alt-A portefeuille. De back-up faciliteit zorgt ervoor dat de verlagingen van het eigen vermogen via de negatieve herwaarderingsreserve die geen recht doen aan de economische realiteit ongedaan worden gemaakt."⁶ Volgens de minister van Financiën zal de faciliteit ING beter in staat om haar intermediairfunctie in de Nederlandse economie te vervullen en leningen te verstrekken aan consumenten en bedrijven. ING heeft zich dan ook geëngageerd om 25 miljard euro extra krediet te verlenen aan consumenten en bedrijven.

De uitwerking van de faciliteit is tamelijk ingewikkeld. De Staat ontvangt van ING 80 procent van de kasstromen die uit de portefeuille voortkomen. Dit zijn de rentebetalingen van de hypotheekhouders, aflossingen van hypotheekleningen en vervroegde aflossingen van hypotheekleningen. De Staat betaalt ING jaarlijks een *funding fee*, die een vaste component van 3 procent en een variabele component bevat. Ook betaalt de Staat ING een *management fee* voor het beheer van de portefeuille van 925 miljoen dollar in netto contante waarde. ING betaalt de Staat 10 jaar een *garantiefee* voor het overnemen van het risico van 85 miljoen dollar per jaar.

Volgens de minister van Financiën ontstaat in het meest waarschijnlijke scenario een jaarlijkse positieve netto kasstroom voor de staat, maar in het stress-casescenario zullen er jaren zijn met een negatieve netto kasstroom voor de staat.⁷ De kans op het meest waarschijnlijke scenario is circa 75 procent, terwijl de kans op de stress case circa 25 procent bedraagt. De geschatte winst in het eerste geval is 2 miljard dollar en het geschatte verlies in het tweede geval is 600 miljoen dollar. Indien de portefeuille achterblijft bij de verwachting, zal dit ten laste gaan van het EMU-saldo. Indien de

5 Tweede Kamer (2008-2009d).

6 Tweede Kamer (2008-2009d), 3.

7 Aannames van de base case zijn onder meer: een daling van 35 procent van de huizenprijs in de VS vanaf de top met uitschieters van 60–65 procent prijsdaling in de zwaarder getroffen gebieden als Florida en California. De aannames in de stress case zijn nog negatiever: een verdere huizenprijsdaling van 10–15 procent en een hoger oplopende werkloosheid (Tweede Kamer 2008-2009e).

Nederlandse Staat profiteert van een waardestijging van de portefeuille, dan komt ook dit tot uitdrukking in het EMU-saldo.

De minister van Financiën verdedigt de gekozen oplossing als volgt: "De gekozen back up faciliteit zit tussen kopen en garanderen in. De Staat hoeft geen grote directe investering te doen waardoor de staatsschuld zou toenemen. Daarbij deelt de Staat in tegenstelling tot een garantie wel in de winsten. Voor ING levert het als voordeel op dat de risico's van de Alt A portefeuille worden begrensd en er kapitaal vrijvalt. Door de verdeling in de winsten en verliezen van 80–20 behoudt ING bovendien de prikkel voor een goed beheer van de portefeuille."⁸

Lang niet iedereen is hiervan overtuigd. Buiter (2009) is uitgesproken kritisch over de aanpak om giftige leningen te garanderen: "this toxic asset insurance scheme is without redeeming social value: it is inefficient, unfair and expensive to the tax payer. Apart from that it is great." Volgens Buiter is de portefeuille naar het oordeel van de markt niet meer waard dan 65 procent van de nominale waarde, zodat de afschrijving van 10 procent door ING in geen verhouding staat tot het risico dat de staat loopt. Buiter plaatst ook kritische kanttekeningen bij het verstrekken van een management en funding fee aan ING: "Since ING continues to own the assets and would have had to manage and fund them in any case, the payment by the state of a management and funding fee to ING is ludicrous." Een laatste bezwaar is dat zo lang een verlies zich niet voordoet, de faciliteit niet op de balans van de staat of in het begrotingsaldo tot uitdrukking komt. "With nothing showing up on the government balance sheet or in the government budget unless and until a loss materialises, the government does not, given the general economic illiteracy of its interlocutors in Parliament, the media and the public at large, have to subject itself to up-front accountability for the contingent exposure it has incurred."

De steunverlening aan financiële instellingen heeft ook geleid tot aanpassing van de begrotingsregels. Het kabinet heeft besloten dat alle kosten en opbrengsten van interventies met als doel het stabiel houden van het financiële systeem, als ook ontvangen garantiepremies en mogelijke schade-uitkeringen die voortvloeien uit de garantieregeling voor bancaire leningen en het depositogarantiestelsel, buiten de uitgavenkaders blijven. Dit geldt ook voor de back-up faciliteit voor ING. Daarmee werken alle kosten en opbrengsten van de interventies in de financiële sector direct door in de staatsschuld.⁹ Door de hogere overheidsschuld vallen de rentelasten in 2008 en 2009 naar verwachting hoger uit, maar doordat de rentelasten niet relevant zijn voor het uitgavenkader, leidt dit niet tot aanvullende maatregelen onder het kader.¹⁰

3 Doelstelling van het financieringsbeleid

Bij het financieringsbeleid gaat het vooral om de vraag welk type leningen met welke looptijd de overheid dient uit te geven om in haar financieringsbehoefte te voorzien. De minister van Financiën is eindverantwoordelijke voor het financieringsbeleid, maar het

8 Tweede Kamer (2008-2009d), 4.

9 Tweede Kamer (2008-2009b), 1. Mocht als gevolg van schades bij een van de genoemde garantieregelingen de signaalwaarde voor het EMU-saldo van –2 procent bbp worden bereikt, dan zullen geen additionele maatregelen worden getroffen. Voor het reguliere begrotingsproces blijft de signaalwaarde wel van kracht.

10 Naar verwachting valt door de recente financiële interventies de rentelast in 2009 0,4 procent bbp hoger uit, maar hier staan eventuele dividend- en renteontvangsten tegenover.

Agentschap van het Ministerie van Financiën is belast met de uitvoering ervan. De algemene doelstelling van het Nederlandse beleid is schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke kosten (de verwachte rentelasten in de begroting), onder acceptabel risico voor de begroting.¹¹ Het risico bestaat uit de gevoeligheid van de rentelasten voor schommelingen in de marktrente. Andere landen hanteren een vergelijkbare doelstelling.¹²

Er bestaat een afruil tussen kosten en risico. Bij een normale rentetermijnstructuur is de door beleggers in staatspapier geëiste rentevergoeding hoger, naarmate de looptijd van het financiële instrument langer is. In dit geval is het goedkoper om kort te lenen. De risico's van een dergelijke strategie zijn echter ook aanzienlijk. Schuld met een kortere looptijd moet eerder en vaker worden geherfinancierd. Wanneer de rente stijgt, nemen de interestlasten voor de overheid dan in rap tempo toe. Een korte looptijd impliceert immers dat aflopende leningen snel tegen de nieuwe, hogere rente moeten worden geherfinancierd. Bovendien fluctueert de korte rente sterker dan de lange rente, waardoor de kans dat de feitelijke rentelasten afwijken van de verwachte rentelasten groter is dan bij de keuze voor schuld met een langere looptijd. Door beide factoren wordt de schuldmanager *vaker* aan *meer* risico blootgesteld.¹³

Dit maakt een keuze nodig welk risico acceptabel is. In de jaren 2003–2007 is gekozen voor een jaarlijks basisrisicobedrag van 9 procent bbp. Dit is het bedrag waarvoor binnen een jaar de rente (opnieuw) wordt vastgesteld en waarover de Staat dus renterisico loopt. Het is opgebouwd uit schuld die moet worden geherfinancierd plus de swaps – dit instrument wordt uitgelegd in paragraaf 3. Ieder jaar lost de Staat een deel van de schuld af, omdat leningen aflopen. Daarnaast kan in het lopende jaar op beperkte schaal sprake zijn van vervroegde aflossingen, omdat de Staat een permanente inkoopfaciliteit beschikbaar stelt waarmee beleggers bepaalde oude leningen vroegtijdig kunnen terugverkopen aan de Staat.¹⁴ Deze schuld moet worden geherfinancierd. De volatiliteit van de rentevoet bepaalt hoe sterk de rentelasten, gegeven het basisrisicobedrag, kunnen wijzigen. Het effect op de rentelasten is immers gelijk aan het basisrisicobedrag, vermenigvuldigd met het verschil tussen (a) de gemiddelde couponrente op het aflopende deel van de schuld en (b) de rente op nieuw uitgegeven schuld.¹⁵ Het basisrisicobedrag is zowel het bedrag dat de Staat jaarlijks *maximaal* wil blootstellen aan rentewijzigingen als het bedrag dat de Staat jaarlijks *minimaal* opnieuw wil financieren. Minder herfinanciering zou betekenen dat gemiddeld minder kort wordt gefinancierd dan binnen de randvoorwaarde van een acceptabel risico mogelijk is. Uitgaande van een stijgende rentecurve zou dat te duur zijn. De keuze voor een basisrisicobedrag van 9 procent bbp sloot destijds aan bij de herfinanciering van Europese landen die met Nederland vergelijkbaar zijn en met de destijds bestaande portefeuille. Behalve het risicokader, zijn aanvullende regels gesteld voor het financieringsbeleid. Jaarlijks wordt via meer dan één type lening schuld uitgegeven (met een looptijd van

11 Tweede Kamer (2008–2009c), 7.

12 Wolswijk en De Haan (2005).

13 Agentschap (2007).

14 Op het moment van schrijven gaat het hierbij overigens om slechts één lening.

15 Agentschap (2007). De rentelasten zijn natuurlijk tevens afhankelijk van tegenvallers in het begrotingsaldo, het zogenoemde incidentele risico. Deze tegenvallers moeten volledig tegen de geldende rentevoet worden gefinancierd. Op het incidentele risico (volatiliteit in het begrotingsaldo) werd niet gestuurd.

drie respectievelijk tien jaar), per lening wordt een liquide omvang bereikt (minimaal 10 miljard euro) en het volume op de geldmarkt dient voldoende te zijn om onverwachte schommelingen in de financieringsbehoefte op te vangen.

Het Agentschap heeft het beleid over de periode 2003–2007 onlangs geëvalueerd. De belangrijkste conclusies van dit onderzoek zijn als volgt. Ten eerste blijkt het in de praktijk lastig te zijn om het basisrisicobedrag te realiseren. Dat geldt vooral als mee- en tegenvallers in het kassaldo zich pas laat in het jaar manifesteren, waardoor onvoldoende tijd resteert om nog bij te sturen. Bij meevallers neemt het basisrisico af en moet worden verkort via swaps om alsnog het bedrag van 9 procent bbp te halen, terwijl tegenvallers nopen tot verlenging. Ten tweede is het beleid volatieler dan wenselijk is. Dat is het gevolg van het feit dat het basisrisicobedrag was gedefinieerd als percentage van het bbp. Mee- of tegenvallende economische groei leidde daardoor tot wijzigingen in het acceptabele risicobedrag in euro's (noemereffect). Ten slotte is het beleid niet voldoende efficiënt. Dat wil zeggen dat het mogelijk is om goedkoper te lenen bij hetzelfde risico.¹⁶ Als uitkomst van deze evaluatie worden kosten en risico voor de periode 2008–2011 daarom afgewogen aan de hand van een zogenoemde benchmark. Volgens het Agentschap is een benchmark "transparant. Die transparantie wordt gewaardeerd door de markt én maakt de (politieke) aansturing van de schuldmanager gemakkelijker."¹⁷ De benchmark heeft bepaalde verwachte rentelasten en een risico dat die lasten hoger zullen zijn. De rentekosten van de feitelijke instrumenten en het bijbehorende risicoprofiel kunnen periodiek tegen de benchmark worden afgezet. Voor Nederland bestaat de voor de periode 2008–2011 geselecteerde benchmark uit de continue fictieve uitgifte van nominale leningen met een looptijd van zeven jaar. Als de uitgifte van een bepaald instrument, gegeven een bepaald risico, tot kostenvoordelen leidt ten opzichte van deze benchmark, is het aantrekkelijk om dit instrument uit te geven. In tegenstelling tot het kader waarbij op een risicobedrag van 9 procent bbp werd gestuurd, beweegt de benchmarkportefeuille niet mee met de conjunctuur. Hiervoor is bewust gekozen, omdat schommelingen in de conjunctuur er mede toe hebben geleid dat het risicokader minder goed werkbaar was dan aanvankelijk werd beoogd. Volgens het Agentschap zijn portefeuilles met een gecentreerd risicoprofiel, zoals de gekozen benchmark, bovendien efficiënter dan portefeuilles met een grillig profiel.¹⁸

4 Samenstelling van de Nederlandse staatsschuld

Om de doelstelling van het financieringsbeleid te realiseren, kunnen verschillende instrumenten worden ingezet. Het grootste deel van de financieringsbehoefte wordt gedekt door uitgifte van obligatieleningen op de kapitaalmarkt, de zogenoemde Dutch State Loans (DSLs). Een staatsobligatie is een bewijs, vroeger van papier, nu in elektronische vorm, dat iemand een vordering op de Staat heeft. Deze leningen hebben een vaste looptijd en de houder van de staatslening ontvangt jaarlijks rente. Ook dit gaat tegenwoordig automatisch, via elektronische weg.

Afhankelijk van de financieringsbehoefte worden jaarlijks één tot drie nieuwe leningen uitgegeven, met looptijden die kunnen variëren van drie tot dertig jaar. Alleen zogenoemde primary dealers – dertien banken die staatsleningen afnemen, promoten en

16 Agentschap (2007), 29.

17 Agentschap (2007), 5.

18 Agentschap (2007), 44.

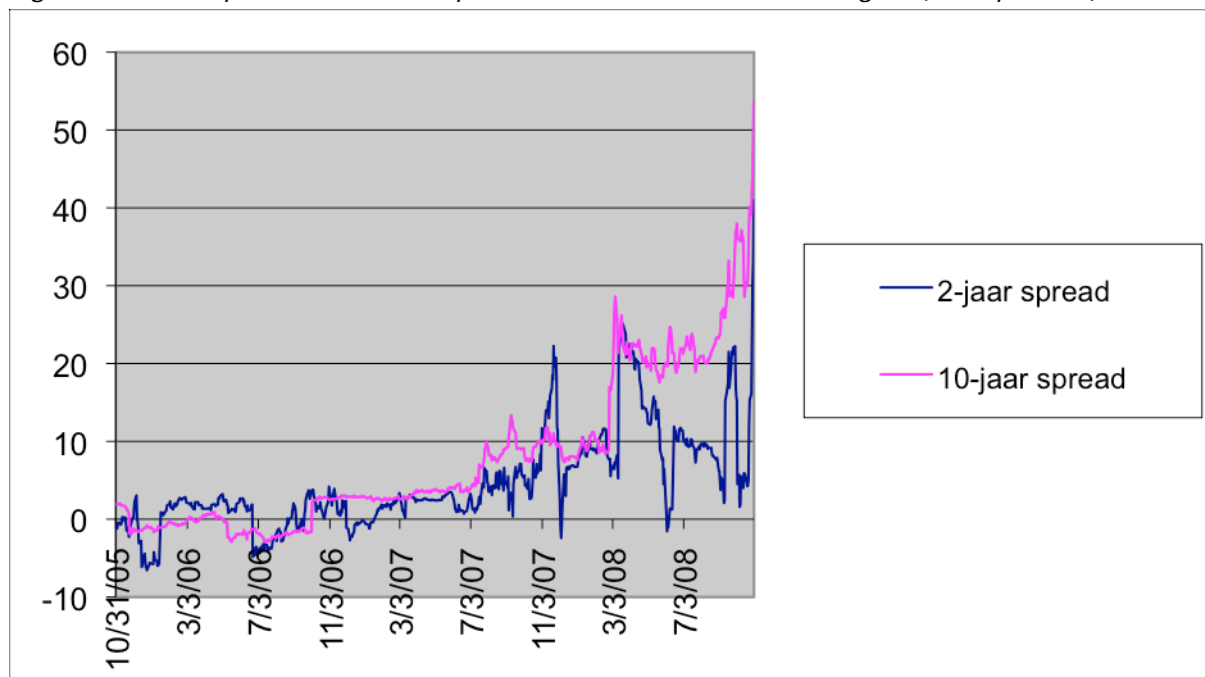
distribueren – kunnen nieuw uitgegeven staatsobligaties kopen. Particulieren en beleggers kunnen via de primary dealers deelnemen of via hun bank obligaties op de secundaire markt kopen. Uitstaande staatsobligaties kunnen eenvoudig worden gekocht of verkocht.¹⁹ Volgens cijfers van het Agentschap, wisselt dagelijks circa 1,5 tot 2,5 miljard aan obligaties van eigenaar. Ongeveer 20-30 procent hiervan loopt via AMS (MTS Amsterdam N.V.).²⁰ Dit is een elektronisch handelssysteem tussen primary dealers dat transparantie biedt. Het systeem is *quote driven*: de primary dealers zetten gedurende de dag steeds een prijs voor aan- en verkoop van staatsleningen in het systeem. Deze prijzen zijn bindend. Sinds april 2008 kunnen primary dealers kiezen tussen verschillende platformen (ICAP Electronic Broking, EUREX Bonds, BGC Brokers en MTS) om hun quotes af te geven.

Het is voor de Nederlandse Staat van belang dat leningen ook na de uitgifte aantrekkelijke beleggingen blijven. Liquiditeit van de markt is hierbij erg belangrijk. Een markt is liquide als grote aan- en verkooporders verhandeld kunnen worden zonder dat dit een substantieel effect op de prijs (koers) heeft. Een liquide secundaire markt leidt ertoe dat beleggers bereid zijn om Nederlandse staatsleningen tegen een lagere prijs te kopen. Om de liquiditeit van de leningen te bevorderen, wordt ernaar gestreefd om leningen in voldoende omvang (minimaal 10 miljard euro) uit te geven. Daarom worden sommige leningen meer dan eens open gesteld (zogenoemde on-the-run programma's). Figuur 1 toont het verschil tussen de rente op Nederlandse staatsleningen met looptijden van twee respectievelijk tien jaar, ten opzichte van vergelijkbare Duitse staatsleningen. Het is opvallend dat in 2008 het renteverskil (yield spread) toenam. Volgens het Agentschap valt deze beweging niet toe te schrijven aan een door beleggers gepercipieerd toegenomen kredietrisico, maar is zij uitvloeisel van een toenemend verschil in liquiditeit van Duitse en Nederlandse staatsleningen. Gezien het tijdstip waarop de yield spread begint te stijgen, valt mijns inziens echter zeker niet uit te sluiten dat het kredietrisico van de Nederlandse staat is toegenomen.

19 Vaak kunnen coupons (het recht op de rentebetaling) en obligaties onafhankelijk van elkaar worden verhandeld. Men spreekt dan van 'Seperate Trading of Registered Interest and Principal Securities' (STRIPS). Alle Nederlandse staatsobligaties vanaf 1999 zijn om te ruilen voor strips en omgekeerd. Een strip- en destripfaciliteit draagt bij aan de verhandelbaarheid en liquiditeit van staatsleningen.

20 MTS Amsterdam is een gezamenlijke onderneming van de Nederlandse Staat, de primary dealers voor Nederlandse staatsleningen en MTS SpA (Italië).

Figuur 1. Yield spread DSLs ten opzichte van Duitse staatsleningen (basispunten)



Bron: Agentschap (2008)

Tabel 2 maakt duidelijk dat Dutch State Loans veruit het grootste deel van de Nederlandse langlopende staatsschuld uitmaken. Aan onderhandse leningen staat nog slechts een zeer bescheiden bedrag van 1,4 miljard euro uit.

In 2009 is het Agentschap voornemens om 48 miljard euro uit de kapitaalmarkt te halen door drie nieuwe leningen uit te geven (met looptijden van drie, vijf en tien jaar) die diverse keren worden heropend.²¹ Zelfs een aantal off-the-run leningen zal worden opengesteld. Het Agentschap sluit ook de uitgifte van een DSL in buitenlandse valuta niet uit. Zoals in het tekstkader wordt toegelicht, is een groot deel van de extra benodigde middelen voor steunverlening aan de financiële sector in eerste instantie gedekt via korte leningen; zie ook de onderste regel van tabel 2. De herfinanciering hiervan zal grotendeels via uitgifte van DSLs plaatsvinden.

²¹ Agentschap (2008), 26.

Tabel 2. Samenstelling staatsschuld, 1998–2008 (miljard euro)

Jaar	Kapitaalmarkt		Geldmarkt	
	DSL	Onderhandse leningen	DTC	CP
1998	163,7	18,0	6,8	
1999	173,9	10,8	5,1	
2000	168,7	5,5	5,5	
2001	171,7	2,7	5,8	
2002	169,8	2,2	16,1	0
2003	180,5	2,0	20,4	0
2004	195,2	1,8	17,8	0
2005	200,5	1,8	18,1	0
2006	196,1	1,5	14,0	0
2007	190,8	1,5	16,8	0
2008 (oktober)	188,5	1,4	52,6	24,8

Bron: Agentschap

De uitgaven en ontvangsten van de Staat leiden dagelijks tot fluctuaties in het schatkistsaldo, dat wordt aangehouden op een rekening bij De Nederlandsche Bank (DNB). Daarnaast houden diverse andere overheidsinstellingen, zoals de socialezekerheidsfondsen, die deelnemen aan het geïntegreerde middelenbeheer hun liquiditeitspositie aan in de schatkist. De dagelijkse liquiditeitsbehoefte van het Rijk en deze instellingen wordt gedekt op de geldmarkt. Leningen met een looptijd tot twee jaar worden meestal tot de geldmarkt gerekend. Door een deel van de schuld te financieren op de geldmarkt wordt bovendien een buffer aangebracht die onverwachte wijzigingen in de financieringsbehoefte kan opvangen. Op de geldmarkt worden verschillende instrumenten ingezet, waaronder Dutch Treasury Certificates (DTCs). DTCs worden uitgegeven in looptijden van drie tot en met twaalf maanden op vooraf vastgestelde data. De uitgifte van DTCs vindt plaats op discountbasis. Dit houdt in dat ze worden verkocht tegen minder dan 100 procent van de hoofdsom die aan het einde van de looptijd wordt afgelost. Het verschil tussen aankoopwaarde en hoofdsom is het behaalde rendement voor de belegger. Sinds 2001 worden DTCs ook verhandeld. Hierbij speelt AMS op het vlak van de prijsvorming voor DTCs een vergelijkbare rol als voor DSLs. Naast de markt voor DTCs bestaat een markt voor deposito's, dat wil zeggen leningen met een zeer korte looptijd, van één dag tot enkele weken. Banken, overheden en grote bedrijven verstrekken deze leningen aan elkaar. De Staat gaat deposito's aan om tijdelijke kasfluctuaties aan te zuiveren.

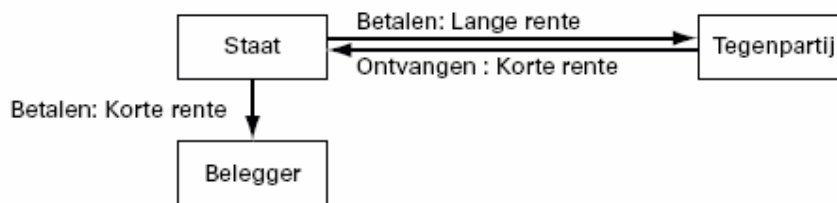
In juli 2007 introduceerde het Agentschap een nieuw geldmarktinstrument: Commercial Paper (CP). Het gaat om gestandaardiseerd schuld papier met korte flexibele looptijden, variërend van een week tot drie maanden.²² CP dient als 'brug' tussen de kortlopende deposito's en de langer lopende DTCs. Volgens het Agentschap (2008), maakt de inzet van dit derde geldmarktinstrument het cashmanagement flexibeler, doordat beter kan worden ingespeeld op de financieringsbehoefte op korte termijn. CP

²² CP kan ook een langere looptijd hebben, maar om te voorkomen dat CP concurreert met DTCs beperkt het Agentschap zich tot genoemde looptijden.

wordt niet alleen in euro's uitgegeven, maar ook in vreemde valuta (Amerikaanse dollars en Britse ponden). Door de lancering van CP in vreemde valuta kunnen nieuwe groepen beleggers worden bereikt. Bovendien kan door het uitgeven in vreemde valuta een kostenvoordeel worden behaald. De uitgifte van CP leidt zo tot goedkopere financiering van de staatsschuld. Het valutarisico dat uitgifte in vreemde valuta met zich brengt wordt volledig afgedekt met valutaswaps. Uitgifte van CP vindt plaats via vijf geselecteerde dealers. Momenteel zijn dat: ING, Deutsche Bank, Credit Suisse, Citi Group en Barclays. In 2009 is het Agentschap voornemens om 28,3 miljard euro te lenen op de geldmarkt.²³ Hierbij is er vanuit gegaan dat Fortis Bank Nederland haar kortlopende schuld van 34 miljard euro (zie tekstkader) in 2009 aflost.

Ten slotte maakt het Agentschap gebruik van swaps. Een swap is een contract waarin partijen overeenkomen om rentes in verschillende looptijden met elkaar uit te ruilen. De partij die een vaste rente betaalt aan de tegenpartij en een variabele, korte rente ontvangt, creëert zekerheid over een deel van zijn toekomstige rentelasten. Hier hangt een prijskaartje aan, omdat over het algemeen de vaste rente hoger is dan de variabele, korte rente. Swaps maken het mogelijk om het renterisico te sturen, onafhankelijk van de kapitaalmarktuitgifte. Wanneer het wenselijk wordt geacht om in een gegeven jaar minder risico te lopen – dat wil dus zeggen, over een hoger bedrag de rente vast te zetten –, dan is het niet nodig om een lening onder de minimale omvang uit te laten komen en meer uit te geven in een langere looptijd. De mogelijkheid bestaat dan om een korte lening uit te geven en vervolgens een swap af te sluiten waarbij de Staat de korte rente ontvangt en lange rente betaalt; zie figuur 2.²⁴ Door de inzet van swaps kan het risico in de portefeuille als gevolg van uitgifte van kapitaalmarktleningen worden bijgestuurd in de richting van de benchmark.

Figuur 2. Werking swap



Bron: Tweede Kamer (2004–2005), 10

²³ Agentschap (2008), 26.

²⁴ Het kredietrisico (dat wil zeggen, het risico dat de tegenpartij in een swap zijn verplichtingen niet nakomt) wordt afgedekt door onderpand.

Financiering van de steunverlening aan de financiële sector

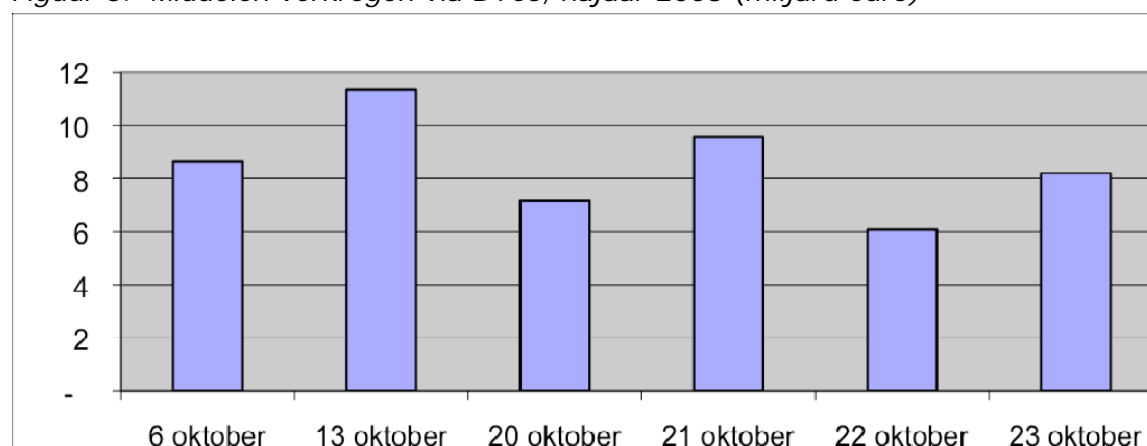
Zoals in paragraaf 1 is uiteengezet, moest de Staat in het najaar van 2008 in betrekkelijk korte tijd bijna 81 miljard euro lenen om de steunverlening aan de financiële sector te financieren. Tabel 3 vat samen hoe dit bedrag is opgebouwd en hoe het is gefinancierd. Een aanzienlijk deel van de benodigde middelen werd binnengehaald via DTCs. Het aantal DTC- programma's en de frequentie van de veilingen werd verhoogd. Ook een aantal 'off-the-run' programma's werd geopend. Op deze manier werd in korte tijd veel geleend; zie figuur 3. Half november 2008 stond voor 66,9 miljard euro uit aan DTCs. Naast DTCs werd ook CP uitgegeven. Op 14 november stond voor 8,5 miljard uit aan CP in euro's, 10,4 miljard aan CP in dollars en 0,6 miljard aan CP in Britse ponden.

Tabel 3. Financiering steunverlening financiële sector (miljard euro)

Behoefte uit hoofde van:	Totaal	Middellange termijn	Korte termijn
Overname Fortis Bank Nederland (FBN)	16,8	16,8	
Overname korte schuld van FBN ²⁵	34,0		34,0
Overname lange schuld FBN	16,0	16,0	
Deelname ING, AEGON, SNS Reaal	13,7	13,7	
Totaal	80,5	46,5	34,0
Dekking via:			
Kapitaalmarkt DSLs	5,0		
Kapitaalmarkt onderhandse plaatsing	10,0		
Geldmarkt	65,5		
Totaal	80,5		

Bron: Agentschap 2008

Figuur 3. Middelen verkregen via DTCs, najaar 2008 (miljard euro)



Bron: Agentschap (2008)

25 Fortis kan bij het Agentschap lenen tegen Euribor met een opslag. De maximale ruimte om te lenen is beperkt tot 40 miljard euro en maximaal 5 miljard euro extra voor het opvangen van dagelijkse fluctuaties. De maxima worden periodiek naar beneden bijgesteld op basis van de capaciteiten van Fortis om zelf financiering aan te trekken. Afgelopen tijd is het beroep circa 34 miljard euro geweest.

5 Conclusies

Het financieringsbeleid van de Nederlandse Staat werd in 2008 sterk bepaald door de steunverlening aan financiële instellingen. De financieringsbehoefte liep hierdoor sterk op. Terwijl de *Miljoenennota 2009* nog rekening hield met een daling van de staatsschuld, stond de teller in november 2008 door de steunverlening op 288 miljard euro. Een groot deel van de extra financieringsbehoefte van circa 80 miljard euro is gedekt op de geldmarkt, grotendeels via DTCs, maar ook door uitgifte van Commercial Paper, voor het eerst zelfs CP luidend in buitenlandse valuta. Het gevolg van deze vorm van financiering is dat de financieringsbehoefte in 2009 sterk oploopt. De bedoeling is dat in 2009 in deze behoefte voor het grootste deel wordt voorzien via de kapitaalmarkt. Bij het financieringsbeleid wordt gebruik gemaakt van een 'benchmark'. Voor Nederland bestaat deze voor de periode 2008–2011 uit de continue fictieve uitgifte van 7-jaars nominale leningen. Als uitgifte van een bepaald instrument, gegeven een bepaald risico, tot kostenvoordelen leidt ten opzichte van de benchmark, is het aantrekkelijk om dit instrument uit te geven.

Doordat een groot deel van de steunverlening aan financiële instellingen via garantieverleningen is gegeven, komen de risico's die de Nederlandse Staat loopt niet goed tot uitdrukking in de cijfers voor EMU-saldo en staatsschuld. Deze risico's zijn momenteel zeer omvangrijk.

Jakob de Haan

* Prof. dr. J. de Haan, Hoogleraar Politieke Economie, Rijksuniversiteit Groningen.

LITERATUUR

- Agentschap (2007), *Risicomanagement van de staatsschuld. Evaluatie van het beleid 2003–2007 & Beleid 2008–2011* (<http://www.dsta.nl/> onder financieringsbeleid)
- Agentschap (2008), *Outlook 2009* (<http://www.dsta.nl/>)
- Buiter, W.H. (2009), *Insuring toxic assets: throwing good tax payers' money after bad private money* op: <http://blogs.ft.com/maverecon/2009/02/insuring-toxic-assets-throwing-good-tax-payers-money-after-bad-private-money/>
- Tweede Kamer (2004–2005), *Vaststelling van de begrotingsstaat van Nationale Schuld (IXA) voor het jaar 2005*, 29 800 hoofdstuk IXA, nr. 2
- Tweede Kamer (2008–2009a), *Najaarsnota 2008*, 31 792, nr. 1
- Tweede Kamer (2008–2009b), *Brief van de minister van Financiën aan de Tweede Kamer*, 31 371, nr. 43
- Tweede Kamer (2008–2009c), *Vaststelling van de begrotingsstaat van Nationale Schuld (IXA) voor het jaar 2009*, 31 700 hoofdstuk IXA, nr. 2
- Tweede Kamer (2008–2009d), *Brief van de minister van Financiën aan de Tweede Kamer*, 31 371, nr. 95
- Tweede Kamer (2008–2009e), *Brief van de minister van Financiën aan de Tweede Kamer*, 31 371, nr. 125
- Wolswijk, G., en J. de Haan (2005), *Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes*, ECB Occasional Paper nr. 25, Frankfurt: European Central Bank