



Ministerie van Financiën

Periodieke rapportage

Artikel 11 Financiering staatsschuld

Datum

12 september 2025

Artikel 11: Financiering Staatsschuld



Periodieke rapportage Artikel 11 Financiering staatsschuld

Iedere 4-7 jaar wordt beleid van een begrotingsartikel geëvalueerd; met een periodieke rapportage. Deze periodieke rapportage gaat over de financiering van de staatsschuld over de periode 2020 tot en met 2025.

Evaluatie:

Doeltreffendheid ✓

Doelmatigheid ✓

Beleidsdoel

Schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke kosten onder acceptabel risico voor de begroting

Financieringsbeleid en renterisicokader



Het financieringsbeleid en het renterisicokader vormen de **kern van het beleid** onder Artikel 11 Financiering staatsschuld



Het financieringsbeleid is erop gericht om bij te dragen aan het **vertrouwen** van investeerders in de Nederlandse Staat



Het renterisicokader beoogt het risico op plots **stijgende rentelasten** te beheersen



Belangrijkste bevindingen



Volgens SEO Economisch Onderzoek is het beleid **effectief** en **efficiënt** geweest



In de periode 2020 - 2025 zijn **rentes** aanzienlijk **gestegen** en is de onzekerheid over schuldprognoses **toegenomen** vanwege de Covid-pandemie en de oorlog in Oekraïne



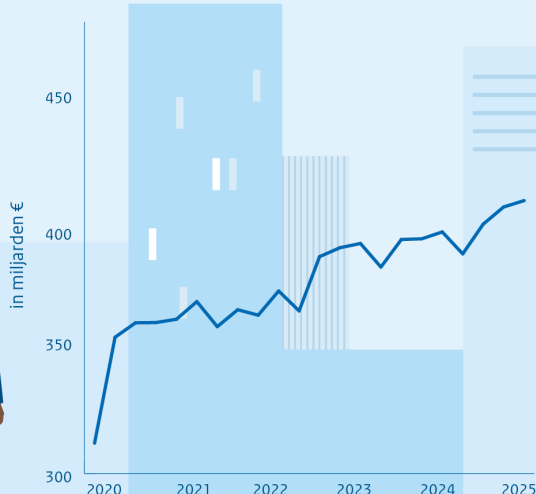
Ook is de uitstaande **schuld** fors **gestegen**, maar is de schuld als percentage van het bruto binnenlands product **afgenomen**



De Staat heeft **meer flexibiliteit** in het financieringsbeleid toegepast om deze **schokken** tegen te gaan



staatsschuld



Aanbevelingen

Kansen voor verbeteringen

Er worden aanbevelingen gegeven om risico's voor de Staat te beheersen en de schuld tegen zo laag mogelijke kosten te financieren



Verhelder het proces en pas een vast afwegingskader toe over wijzigingen in het renterisicokader



Onderzoek waarom de liquiditeit van de secundaire markt lijkt te zijn verslechterd



Evalueer de introductie van groene obligaties

Inhoud

Samenvatting	4
1. Inleiding	5
2. Overzicht van het beleidsterrein	7
2.1 Afbakening en doelstelling van het beleid	7
2.1.1 Afbakening	7
2.1.2 Doelstelling	7
2.2 Aanleiding van het gevoerde beleid	8
2.2.1 Historie	8
2.2.2 Wettelijk kader	8
2.3 Beschrijving van het beleid – beleidstheorie	9
2.4 Overzicht van de gebruikte instrumenten	15
2.4.1 Kapitaalmarkt en geldmarkt	15
2.4.2 Derivaten	16
2.4.3 Ontwikkelingen in het instrumentgebruik	17
2.4.4 Veilingen	20
2.4.5 Dealerstelsel	21
2.4.6 Cash Management	23
2.4.7 Groene obligatie	24
2.4.8 Schatkistbankieren	24
2.4.9 Overige kapitaalmarktinstrumenten en niet-gebruikte instrumenten	25
2.4.10 Ontwikkeling renterisicokader	26
2.4.11 Liquiditeit Nederlandse obligaties	27
2.4.12 Marktomstandigheden & externe ontwikkelingen	29
2.5 Inkomsten en uitgaven	33
3. Eerder uitgevoerd onderzoek	36
4. Doeltreffendheid en doelmatigheid	38
4.1 Beoordeling van de doeltreffendheid	38
4.2 Beoordeling van de doelmatigheid	39
5. Mogelijke verbeteringen	40
6. Conclusie	41

Samenvatting

Het efficiënt en prudent financieren van de staatsschuld is cruciaal voor de reputatie en kredietwaardigheid van Nederland op de internationale financiële markten. Het financieringsbeleid is erop gericht om bij te dragen aan het vertrouwen van investeerders in de Nederlandse staat. Dit helpt om zowel de kosten als risico's te verminderen. Daarnaast beoogt de staat het risico op plots stijgende rentekosten te beheersen middels het renterisicokader. Beide onderdelen vormen de kern van het beleid onder Artikel 11 Financiering staatsschuld van de begroting voor Financiën en Nationale Schuld (hoofdstuk IX). De doelstelling is "Schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke kosten onder acceptabel risico voor de begroting."

In de bestudeerde periode (2020-2025) is de renteomgeving aanzienlijk veranderd, met gestegen nominale rentes en een hogere termijnpremie. Ook is de onzekerheid omtrent schuldprognoses groter geworden als gevolg van de Covid-pandemie en de oorlog in Oekraïne. Om hiermee om te gaan, is de flexibiliteit uit het financieringsbeleid ingezet, waarbij de geldmarkt als buffer heeft gefungeerd door eerst grotere (en later kleinere) volumes te veilen dan vooraf verwacht. Tegelijkertijd is de gemiddelde looptijd van de schuldportefeuille sneller en sterker verhoogd, om het renterisico te mitigeren en te kunnen profiteren van lage rentes tussen 2020-2022.

SEO Economisch Onderzoek (hierna: SEO) concludeert in haar deelonderzoek dat het beleid doeltreffend en doelmatig is geweest. In het financieringsbeleid staan de kernwaarden van het Agentschap (consistentie, transparantie en liquiditeit) en flexibiliteit centraal. Het Agentschap heeft volgens deze kernwaarden geopereerd. Volgens SEO wordt het Agentschap door marktpartijen als zeer consistent en transparant gezien, en heeft het beleid een positieve bijdrage aan de liquiditeit van de staatsobligaties. Doordat dit een dempend effect heeft op de rente heeft dit bijgedragen aan de doelstelling van het financieren van de staatsschuld tegen zo laag mogelijke kosten.

Volgens SEO is met het renterisicokader tevens het renterisico de afgelopen jaren beheerst. Met de uitvoering van deze pijler van het beleid is de staatsschuld tegen acceptabel risico gefinancierd, waarbij adequaat rekening is gehouden met het herfinancierings- en renterisico. Een verlaging van de rentekosten zou mogelijk zijn door de looptijd te verkorten. Dit verhoogt echter ook het renterisico.

Om de doelmatigheid en doeltreffendheid verder te vergroten geeft SEO negen aanbevelingen. Deze variëren van het inrichten van een ordentelijk proces voor de vaststelling van de risico-indicatoren, tot het evalueren van het beloningsbeleid van Primary Dealers en de uitgifte van groene obligaties tot nader onderzoek naar de (potentiële) verslechtering van de liquiditeit in de geëvalueerde periode.

1. Inleiding

Een periodieke rapportage is een syntheseonderzoek waarin de (voorwaarden voor) doelmatigheid en doeltreffendheid van gevoerd beleid wordt geëvalueerd. Deze periodieke rapportage heeft betrekking op artikel 11 Financiering Staatsschuld van Hoofdstuk IX van de Rijksbegroting (Financiën en Nationale Schuld). Het onderzoek richt zich op de jaren 2020 tot en met 2025. De vorige periodieke rapportage (destijds aangeduid als beleidsdoorlichting) is uitgevoerd in 2019.¹ De onderzoeksopzet voor de periodieke rapportage artikel 11 Financiering Staatsschuld is op 29 augustus 2024 aan de Tweede Kamer aangeboden.²

De doelstelling van het begrotingsartikel is *Schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke kosten onder acceptabel risico voor de begroting*. Om dit te realiseren worden beleidskaders vastgesteld, waarvan het financieringsbeleid en het renterisicokader de kern vormen. Het financieringsbeleid bevat de keuzes voor de gebruikte financiële instrumenten voor het financieren van de staatsschuld. Het renterisicokader richt zich op de beheersing van het risico dat de rentelasten op de staatsschuld kunnen stijgen door veranderingen in de rente.

De periodieke rapportage wordt uitgevoerd aan de hand van de regels en kwaliteitseisen van de Regeling Periodiek Evaluatieonderzoek (RPE).³ De RPE schrijft voor dat een onafhankelijk deskundige een oordeel velt over de validiteit en betrouwbaarheid van de bevindingen van het uitgevoerde onderzoek. Prof. dr. F. de Jong, hoogleraar Finance aan Tilburg University, heeft de kwaliteit van de periodieke rapportage beoordeeld. Tevens is de externe expert betrokken geweest bij het onderzoek via deelname aan begeleidingscommissies waarin tussentijdse concepten behandeld werden. Daarnaast draagt het uitgevoerde externe onderzoek, opgesteld door SEO Economisch Onderzoek, bij aan de onafhankelijkheid van het onderzoek.

Uitgaande van de algemene doelstelling voor artikel 11 luidt de centrale onderzoeksvraag: *In hoeverre heeft het gevoerde beleid gezorgd voor schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke kosten onder acceptabel risico voor de begroting?* De voorwaarden voor doeltreffendheid en doelmatigheid staan hierbij centraal. Zoals aangekondigd in het plan van aanpak worden de volgende onderzoeksvragen beantwoord in deze periodieke rapportage:

1. Welk(e) artikel(en) (onderdeel of onderdelen) wordt of worden behandeld in deze periodieke rapportage?
2. Indien van toepassing: wanneer worden/zijn de andere artikelonderdelen doorgelicht?
3. Wat was de aanleiding voor het artikel? Is deze aanleiding nog actueel?
4. Wat is de verantwoordelijkheid van de Rijksoverheid in het algemeen en het ministerie van Financiën in het bijzonder?
5. Wat is de aard en samenhang van de ingezette instrumenten?
6. Met welke kosten gaat het beleid gepaard, inclusief kosten op andere terreinen of voor andere partijen?
7. Wat is de onderbouwing van de kosten? Hoe zijn deze te relateren aan de componenten volume/gebruik en aan prijzen/tarieven?
8. Welke evaluaties (met bronvermelding) zijn uitgevoerd, op welke manier is het beleid geëvalueerd en om welke redenen?

¹ Kamerstukken II 2019/20, 31935, nr. 61

² Kamerstukken II 2023/24, 31935, nr. 87

³ wetten.nl - Regeling - Regeling periodiek evaluatieonderzoek 2022 - BWBR0046970

9. Uit welke beleidsonderdelen bestaat het beleid? Welke beleidsonderdelen zijn (nog) niet geëvalueerd? Inclusief uitleg over de mogelijkheid en onmogelijkheid om de doeltreffendheid en de doelmatigheid van het beleid in de toekomst te evalueren.
10. Maakt het beschikbare onderzoeksmateriaal uitspraken over de doeltreffendheid en de doelmatigheid van het beleidsterrein mogelijk?
11. Wat zijn de doelen van het beleid en de beschikbare instrumenten? Zijn de doelen van het beleid en de beschikbare instrumenten gerealiseerd?
12. Is het beleid voldoende doeltreffend geweest? Zijn er positieve en/of negatieve neveneffecten?
13. Is het beleid voldoende doelmatig geweest? Wat zijn de kosten en baten?
14. Welke maatregelen kunnen worden genomen om de doelmatigheid en doeltreffendheid verder te verhogen?
15. In het geval dat er significant minder middelen (-/- 20% van de middelen) beschikbaar zijn op het beleidsartikel, welke beleidsopties zijn dan mogelijk?

Dit onderzoeksrapport bestaat uit zes hoofdstukken. Hoofdstuk 1 bevat de inleiding. Hoofdstuk 2 geeft een overzicht van het beleidsterrein, bespreekt het gevoerde beleid en behandelt de inkomsten en uitgaven op artikel 11 Financiering Staatsschuld. Hoofdstuk 3 bespreekt eerder uitgevoerd onderzoek. Hoofdstuk 4 bevat het oordeel over doelmatig- en doeltreffendheid volgens het extern uitgevoerde onderzoek door SEO. Hoofdstuk 5 bespreekt de adviezen van SEO om de doeltreffendheid en doelmatigheid te verbeteren. Hoofdstuk 6 concludeert.

2. Overzicht van het beleidsterrein

2.1 Afbakening en doelstelling van het beleid

Onderzoeksvragen

- 1. Welk(e) artikel(en) (onderdeel of onderdelen) wordt of worden behandeld in deze periodieke rapportage?
- 2. Indien van toepassing: wanneer worden / zijn de andere artikelonderdelen doorgelicht?⁴

2.1.1 Afbakening

Deze periodieke rapportage behandelt artikel 11 Financiering staatsschuld van Hoofdstuk IX van de Rijksbegroting (Financiën en Nationale Schuld).

2.1.2 Doelstelling

De algemene doelstelling van het begrotingsartikel luidt: "Schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke kosten onder acceptabel risico voor de begroting." Deze doelstelling valt onder het beleidsthema 'Solide overheidsfinanciën' van de Strategische Evaluatie Agenda⁵ en is geformuleerd in overeenstemming met de uitgangspunten voor schuldmanagement opgesteld door het Internationaal Monetair Fonds en de Wereldbank in de 'Revised Guidelines for Public Debt Management'.⁶

⁴ Aangezien het volledige artikel hier centraal staat is deze vraag niet van toepassing.

⁵ Kamerstukken II 2024/25, 36600 IX, nr. 2, p. 31

⁶ [IMF Revised guidelines for public debt management, april 2014.](#)

2.2 Aanleiding van het gevoerde beleid

Onderzoeksvragen

- 3. Wat was de aanleiding voor het artikel? Is deze aanleiding nog actueel?
- 4. Wat is de verantwoordelijkheid van de Rijksoverheid in het algemeen en het ministerie van Financiën in het bijzonder?

2.2.1 Historie

De minister van Financiën is sinds 1840 verantwoordelijk voor het beheer van de financiën van het Koninkrijk der Nederlanden. Nadien is het Agentschap van de Generale Thesaurie in 1841 opgericht met als taak om de staatsschuld te financieren. De financieringsbehoefte binnen een begrotingsjaar bestaat uit de af te lossen schulden en het kassaldo van de Rijksoverheid. Zodoende komt de financieringsbehoefte voort uit beleidskeuzes uit zowel het huidige begrotingsjaar als voorgaande begrotingsjaren. Dit maakt de aanleiding voor het beleid nog steeds actueel.

2.2.2 Wettelijk kader

In de Comptabiliteitswet 2016 artikel 4.3 lid 3 is vastgelegd dat de minister van Financiën verantwoordelijk is voor het beheer van de begroting Nationale Schuld.⁷ Daarnaast is in artikel 4.18 vastgelegd dat de minister van Financiën belast is met (a) het beheer van de staatsschuld; en (b) het sluiten van overeenkomsten tot het aangaan van geldleningen door de staat voor de tekortfinanciering en de herfinanciering van aflopende geldleningen. Het Organisatiebesluit Ministerie van Financiën 2020 artikel 39 lid 1a bepaalt dat de uitvoering van de financiering van de staatsschuld een van de twee hoofdtaken van het Agentschap van de Generale Thesaurie is.⁸

⁷ Artikel 4.3 Comptabiliteitswet 2016

⁸ [wetten.nl - Regeling - Organisatiebesluit Ministerie van Financiën 2020 - BWBR0043027](https://wetten.nl/Regeling/Organisatiebesluit%20Ministerie%20van%20Financi%C3%AAn%2020/BWBR0043027)

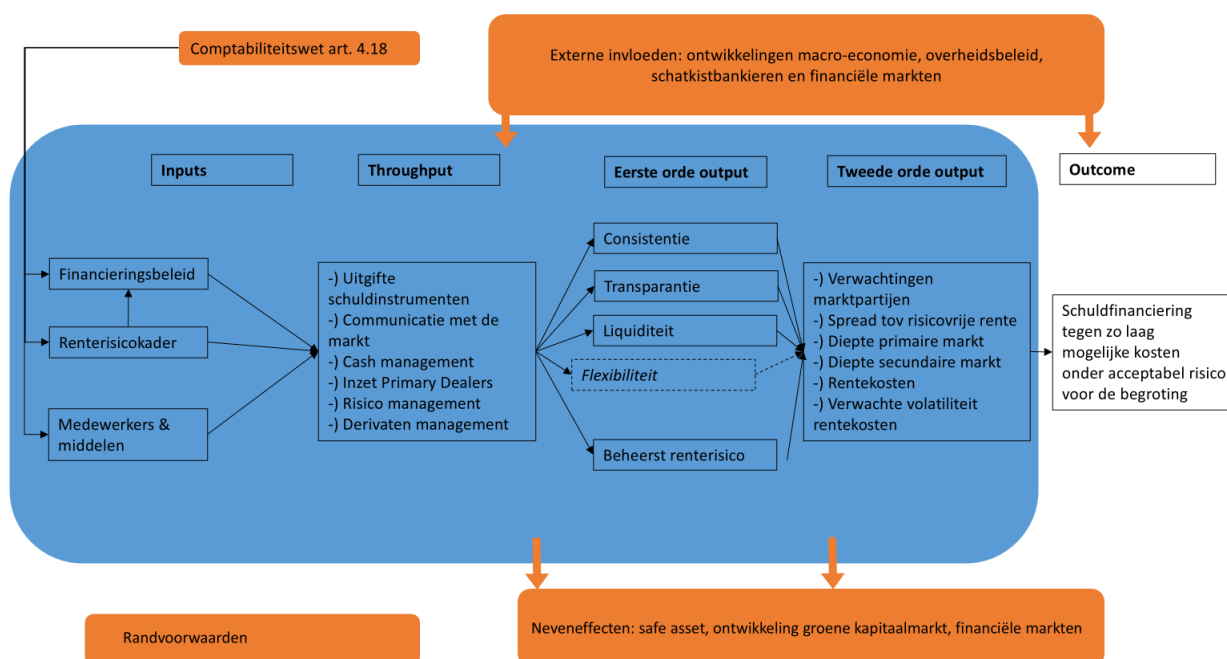
2.3 Beschrijving van het beleid – beleidstheorie

Onderzoeksvragen

- 5. Wat is de aard en samenhang van de ingezette instrumenten?

Figuur 1 geeft een schematisch overzicht van de beleidstheorie voor het begrotingsartikel.

Figuur 1: beleidstheorie financiering staatsschuld



2.3.1 Inputs

De primaire *inputs* voor de financiering van de staatsschuld zijn het financieringsbeleid en renterisicokader, en medewerkers en middelen. Het financieringsbeleid omvat de regels en randvoorwaarden die het Agentschap hanteert bij haar activiteiten op de financiële markten voor het financieren van de staatsschuld. Dit gaat bijvoorbeeld om het bepalen van de financieringsbehoefte, dat jaarlijks gepubliceerd wordt in de *Outlook*. Daarbij is het beroep op de geld- en kapitaalmarkt relevant, evenals het gebruik van financieringsinstrumenten zoals de keuze voor verschillende looptijden en volumes. Ook is de communicatie met marktpartijen onderdeel van dit beleid. Daarnaast valt het beleid voor de bemiddeling van primary dealers (PD) hieronder.

Het belangrijkste doel van het renterisicokader is het beheersen van het renterisico: het risico dat veranderingen in de marktrente zorgen voor een stijging van de rentelasten op de staatsschuld. Om het renterisico voor de begroting te beheersen, limiteert het renterisicokader de mogelijkheden voor de invulling van het financieringsbeleid. Hiervoor hanteert het Agentschap twee risico-indicatoren met grenswaarden. De gemiddelde looptijd van de schuldportefeuille is het gemiddelde van de resterende looptijden van de verschillende leningen, gewogen met het volume.

Een langere looptijd zorgt ervoor dat de rente voor een groter deel van de schuld langere tijd vastligt, wat het renterisico op langere termijn beheerst. Het renterisicobedrag (RRB) is een indicator van het renterisico op de korte termijn, een lage RRB vermindert immers de blootstelling aan renteverhogingen binnen een jaar.

Medewerkers zijn verantwoordelijk voor de uitvoering van de financiering van de staatsschuld. Dit betreft uiteenlopende taken, van handelaren op de dealingroom tot medewerkers in de backoffice en midoffice die zich bezighouden met administratieve processen, dagelijkse risicobeheersing en ramingen van het kassaldo. Een deel van de medewerkers houdt zich bezig met beleidsontwikkeling. Hieronder valt ook strategische analyse, innovatie en instrumentenontwikkeling en internationale samenwerking.

Onder het gebruik van middelen vallen uitgaven voor bedrijfsvoering, zoals clearingkosten voor het afwikkelen van transacties, noteringskosten voor het noteren van obligaties op beurzen, en kosten voor het onderhouden van veilige en efficiënte digitale processen (e.g. het treasury management systeem). Daarnaast worden middelen besteed aan beloningen voor PD's. PD's dragen bij aan een succesvolle uitgifte van schuldinstrumenten (*throughput*). De beloningen omvatten de financiële vergoeding die PD's ontvangen voor de distributie en promotie van Nederlands schuldpapier. De vergoeding is afhankelijk van de prestatie van PD's tijdens veilingen. Daarnaast ontvangen PD's een optie om na een tapveiling extra obligaties te kopen tegen de gemiddelde veilingprijs via de *non-competitive option* faciliteit (non-comp). Een nadere uitleg over het stelsel van PD's is te vinden in paragraaf 2.4.5.

2.3.2 Throughput

Vanuit de *inputs* volgt de uitgifte van schuldinstrumenten, dat gecommuniceerd wordt met de markt middels het financieringsplan. Dit wordt jaarlijks gepubliceerd tijdens de *Outlook* wat een belangrijk onderdeel is van de communicatie met de markt. Deze financieringsbehoefte wordt elk kwartaal geüpdatet, of indien nodig vaker, en gepubliceerd met de kwartaalberichten. In het financieringsplan wordt bepaald welke instrumenten worden ingezet om de financieringsbehoefte in te vullen. De staatsschuldfinanciering verloopt op de kapitaalmarkt onder andere via de schulduitgifte van Dutch State Loans (DSL), en op de geldmarkt via Dutch Treasury Certificates (DTC) en Commercial Paper (CP). Cash management zorgt ervoor dat de kasstromen van de staat op dagelijkse basis met elkaar aansluiten (zie ook paragraaf 2.4.6).

Het Agentschap benut PD's om schuldinstrumenten op de markt te brengen. Naast de directe route via de uitgiftestrategie voor de kapitaal- en geldmarkt kunnen rentederivaten de (gemiddelde) looptijd van de staatsschuld beïnvloeden. Dit levert extra flexibiliteit op om te voldoen aan de doelstellingen voor risico-indicatoren. Ook valutaswaps worden gebruikt om risico's vanuit veranderende wisselkoersen te mitigeren (zie ook paragraaf 2.4.2).

2.3.3 Output

We onderscheiden eerste orde van tweede orde output. De eerste orde output is theoretischer van aard, terwijl de tweede orde output meetbare indicatoren geeft hoe de eerste orde output bijdraagt aan de outcome. Het SEO-onderzoek geeft een uitgebreidere beschrijving van de tweede orde output.

Het nastreven van de kernwaarden van het Agentschap, zijnde consistentie, transparantie en liquiditeit met behoud van voldoende flexibiliteit, heeft volgens het IMF een positieve invloed op de

doelstelling van het begrotingsartikel (de *outcome*).⁹ Consistentie en transparantie verminderen de onzekerheid voor beleggers wat leidt tot een lagere risicopremie. Daarnaast zorgt een hoge mate van liquiditeit ervoor dat investeerders minder risico lopen om schuldinstrumenten niet of tegen ongunstige voorwaarden te moeten verkopen. In een liquide markt zijn beleggers bereid om een liquiditeitspremie te betalen, wat leidt tot een lagere rente. Flexibiliteit kan nodig zijn om een veranderende financieringsbehoefte of macro-economische omstandigheden op te vangen, of om in te spelen op veranderende vraag van investeerders.

Consistent beleid wordt bijvoorbeeld behaald wanneer het Agentschap zich houdt aan de vooraf aangekondigde volumes bij veilingen of door het financieringsplan nauwkeurig uit te voeren. Looptijden van kapitaalmarktleningen variëren over het algemeen van 1 tot 32 jaar. Afhankelijk van de financieringsbehoefte streeft het Agentschap ernaar om jaarlijks één tot drie nieuwe staatsobligaties uit te geven; ieder jaar wordt een 10-jaars obligatie uitgegeven en iedere 5 jaar een nieuwe 30-jaarsobligatie.

Transparant beleid houdt in dat informatie over de schulduitgifte wordt gedeeld, bijvoorbeeld door vooraf details te geven over aankomende veilingen en in bredere zin over het financieringsbeleid. Veilingen en veilingresultaten worden daarnaast aangekondigd en gepubliceerd op de website, Bloomberg en *social media*.

Liquiditeit wordt behaald wanneer staatsobligaties eenvoudig verhandelbaar zijn tegen een stabiele prijs. Het uitgeven van obligaties in voldoende grote volumes kan hieraan bijdragen, evenals een goed functionerende secundaire markt. Indicatoren voor de verhandelbaarheid van Nederlandse staatsobligaties zijn bijvoorbeeld de liquiditeitspremie, bid-ask spreads en het handelsvolume.

Het Agentschap streeft naar een balans tussen consistentie, transparantie en liquiditeit. Secundair wordt ook flexibiliteit van belang geacht om fluctuaties in de financieringsbehoefte op te kunnen vangen. De geldmarkt fungeert voornamelijk als buffer om onvoorziene veranderingen in de financieringsbehoefte op te vangen en in te spelen op vraag vanuit de markt. Voldoende flexibiliteit in het financieringsbeleid kan bijvoorbeeld de kosten verminderen omdat beter ingespeeld kan worden op een veranderende financieringsbehoefte.

Door binnen de grenzen van het renterisicokader te blijven, wordt het renterisico voor de begroting beheerst, waarmee wordt bijgedragen aan de *outcome*. De looptijd van leningen is negatief gecorreleerd met het risico voor de begroting. Bij een langere looptijd hoeft een kleiner deel van de staatsschuld jaarlijks te worden geherfinancierd, waardoor renteverhogingen minder snel leiden tot veranderingen in de rentelasten. Anderzijds brengen langere looptijden doorgaans hogere rentekosten met zich mee, en dalen de rentelasten minder snel bij renteverlagingen. Daarnaast draagt ook het risicobeleid voor de overige risico's genoemd in paragraaf 2.3.5 bij aan de risicobeheersing.

2.3.4 Outcome

De formulering van de algemene doelstelling van artikel 11 specificeert zowel een concrete taak - schuldfinanciering - als de voorwaarden waaronder deze taak uitgevoerd moet worden - tegen zo laag mogelijke kosten onder acceptabel risico voor de begroting. Doeltreffend beleid houdt in dat het financieringsbeleid heeft geleid tot zo laag mogelijke kosten op de lange termijn, waarbij het risico op - met name - plotselinge stijgingen van de rente voldoende gemitigeerd wordt. Hierbij is

⁹ IMF Revised guidelines for public debt management, april 2014.

er over het algemeen een afruil tussen rentekosten en -risico, waarbij de twee doelstellingen gebalanceerd dienen te worden.

Doelmatig beleid refereert naar de (kosten)efficiëntie waarmee de doelstellingen worden bereikt. Dit heeft betrekking op alle kosten. Voor dit artikel zijn de rentekosten echter verreweg de grootste kostenpost. Tegelijkertijd is de invloed van het Agentschap op de beheersing van de rentekosten beperkt omdat deze grotendeels door externe factoren bepaald wordt. Naast rentekosten zijn er ook andere kosten (zie paragraaf 2.3.1). Deze kosten vormen doorgaans een fractie van de rentekosten, maar de invloed van het Agentschap hierop is vaak groter. In de beoordeling van doelmatigheid worden zowel de rentekosten als de overige kosten betrokken.

2.3.5 Randvoorwaarden

Het financieringsbeleid dient opgesteld te worden binnen verschillende randvoorwaarden om bepaalde risico's te beperken. Het Agentschap heeft allereerst beleid voor *Know-Your-Customer* (KYC) en *Customer Due Dilligence* (CDD) om te beoordelen of partijen acceptabel zijn om zaken mee te doen. Dit beleid is in 2021 ontwikkeld om integriteitsrisico's op diensten en partijen (beter) te mitigeren, in lijn met regelgeving voor financiële instellingen. Hoewel het Agentschap niet valt onder de reikwijdte van regelgeving voor financiële instellingen zoals de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (Wwft), ontwikkelt en gebruikt het Agentschap haar eigen KYC/CDD-beleid. De Sanctiewet 1977 is wel direct van toepassing.

Wanneer het Agentschap tijdelijk overtollige liquide middelen uitzet bij een tegenpartij kan kredietrisico ontstaan, wat inhoudt dat de staat het geld niet terugkrijgt als de tegenpartij haar verplichtingen niet nakomt. De Staat handelt uitsluitend transacties af met kredietwaardige instellingen die onder toezicht staan.

Operationele risico's zijn ondergebracht in de volgende categorieën: IT-risico, continuïteitsrisico, executierisico, personeels -en veiligheidsrisico, klant- en productrisico en integriteitsrisico. Voorbeelden zijn softwarefouten, incorrecte output uit de systemen en stroomuitval op de werklocaties die de continuïteit van de dienstverlening kunnen verstoren. Ook risico's op het vlak van personeel, zoals krapte op de arbeidsmarkt en handelen met voorkennis, vallen hieronder. Het Agentschap monitort en adresseert deze risico's aan de hand van beheersmaatregelen, interne controles en de uitvoering van verbijzonderde interne controles.

Tenslotte worden alle valutarisico's volledig afgedekt met valutaderivaten, waardoor alle financieringslasten vastliggen in euro's.

2.3.6 Externe invloeden

Macro economische ontwikkelingen

Externe invloeden bepalen in zeer hoge mate de rentetarieven op de financiële markten en zijn van grote invloed op de relevante risico's. Het monetair beleid van de ECB beïnvloedt allereerst de rente voor Nederlandse staatsobligaties (outcome). De beleidsrente van de centrale bank en verwachtingen daaromtrent bepalen grotendeels de (bancaire) rentetarieven op financiële markten.¹⁰ Daarnaast kunnen aankoopprogramma's van centrale banken de vraag naar obligaties direct beïnvloeden en daarmee de rente verlagen, zoals het Asset Purchase Programme (APP) sinds 2014, het Public Sector Purchase Programme (PSPP) sinds 2015 en het Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) sinds 2020.¹¹

¹⁰ [Snelheid en heterogeniteit van de Europese monetaire beleidstransmissie - ESB](#)

¹¹ [Asset purchases: from crisis to recovery \(europa.eu\)](#)

De hoogte van het tekort of overschot op de Rijksbegroting is ook een belangrijke externe factor voor de omvang van de financieringsbehoefte. Naarmate de financieringsbehoefte stijgt nemen de rentelasten (outcome) ook toe doordat dit leidt tot een groter aanbod van schuldpapier. Het saldo is een resultante van politieke keuzes maar moet wel voldoen aan een aantal Europese begrotingsvoorschriften die voortkomen uit het Stabiliteits- en Groeipact (SGP). De doelstellingen van het SGP (dat in 2024 herzien is) zorgen er onder andere voor dat zowel de financieringsbehoefte als de totale som aan rentelasten niet te ver oplopen. Bij langdurig te hoge tekorten en als gevolg daarvan een hoge en/of oplopende schuld zou de kredietrating van Nederland verlaagd kunnen worden. Verschillende onderzoeken laten zien dat hogere overheidsschulden samengaan met een hogere rente.¹²

Afwijkingen tussen het gebudgetteerde en gerealiseerde begrotingstekort kunnen het risico en de kosten van het financieren van de staatsschuld verhogen. Het kassaldo is bepalend voor het vaststellen van het financieringsplan van de staat. Dit kan (licht) afwijken van het begrotingstekort doordat kasuitgaven niet altijd in hetzelfde jaar geboekt worden als wanneer de middelen begroot worden. Bij grotere kastekorten moet er meer schuld uitgegeven worden. In de vaststelling van het jaarlijkse financieringsplan wordt rekening gehouden met het gebudgetteerde tekort. Op basis hiervan, en met inachtneming van de renterisico-indicatoren en de kernwaarden van het financieringsbeleid, wordt de verdeling tussen de geld- en kapitaalmarkt en looptijden van obligaties bepaald. Het Agentschap vangt afwijkingen van het begrotingstekort in eerste instantie op door meer of minder uit te geven op de geldmarkt. Zodra het tekort gedurende het jaar groter blijkt te zijn, dan wordt er meer geld opgehaald – vooral op de geldmarkt. Het tegenovergestelde vindt plaats bij kleinere dan verwachte tekorten. Bij groter dan verwachte tekorten kan de looptijd van de schuld daarom ongewenst dalen en het renterisicobedrag stijgen. Vice versa kan de looptijd juist flink oplopen. Grote afwijkingen kunnen daarmee zorgen voor aanzienlijke wijzigingen in het risico en de kosten.

Het beleid voor het Kasbeheer (Artikel 12 van Hoofdstuk IX (Financiën en nationale schuld) van de Rijksbegroting) vermindert de externe financieringsbehoefte van de staat, en kan daarmee ook de outcome beïnvloeden.¹³

Daarnaast beïnvloeden macro-economische factoren en overheidsbeleid in andere Europese landen de outcome van het beleid. Het sentiment op financiële markten kan leiden tot een toename van de renteversillen tussen eurolanden (spreads). Ook de rente op Nederlandse obligaties kan zodoende stijgen door externe stress op financiële markten, al zijn deze effecten kleiner dan voor landen met een lagere kredietrating.¹⁴ Ook factoren buiten de Europese Unie kunnen de renteontwikkeling binnen Europa beïnvloeden. Met name de ontwikkeling van de Amerikaanse economie en het beleid van de Federal Reserve (de Amerikaanse centrale bank) zijn van invloed op Europese rentes. Een recente studie schat in dat 56% van de cumulatieve rentestijging in de eurozone tussen begin 2022 en eind 2024 verklaard kan worden door Amerikaans monetair beleid en macro-economische ontwikkelingen.¹⁵

Financiële markten ontwikkelingen & rol banken

Veranderende vraag van partijen op de financiële markten kunnen tevens de rentekosten en het risico voor de staatsschuld beïnvloeden. Vanwege hun omvang kunnen institutionele beleggers

¹² ECB—A Higher Equilibrium Rate.

¹³ <https://www.tweedekamer.nl/downloads/document?id=2024D43604>

¹⁴ Europese rentes divergeerden na aankondiging Franse verkiezingen - ESB

¹⁵ Meuwissen, R. en G. Watfe (2024) ESB, 109(4837), 424-425.

materiële impact hebben op de vraag naar staatsobligaties. Nederlandse pensioenfondsen hielden in 2023 bijvoorbeeld ongeveer 18% van de nationale overheidsschuld aan als belegging.¹⁶ Vanwege de Wet Toekomst Pensioenen zullen pensioenfondsen minder renterisico hoeven af te dekken, waardoor de vraag kan verschuiven naar kortere looptijden en de termijnpremie kan toenemen.^{17,18} Daarnaast kan ook de vraag naar laag-risico activa, zoals staatsobligaties, in het algemeen afnemen, wat kan leiden tot een toename van de rente.¹⁹

Regelgeving en bredere ontwikkelingen op financiële markten kan ook indirect van invloed zijn op de marktdynamiek voor staatsobligaties, en daarmee de rentekosten en het risico voor de begroting beïnvloeden. De 'Dash for cash' in 2020 liet bijvoorbeeld zien hoe liquiditeitsproblemen op obligatiemarkten leidden tot grotere bid-ask spreads en hogere rentes voor staatsobligaties.²⁰ De capaciteit van banken als intermediair is kleiner geworden door striktere regelgeving zoals de *leverage ratio*. Hierdoor kan de toegenomen activiteit van non-bancaire financiële instellingen zoals *hedge funds* zorgen voor liquiditeitsproblemen zoals in 2020.²¹ Anderzijds kan de aanwezigheid van *hedge funds* ook juist bijdragen aan liquiditeit op financiële markten en kunnen zij middels arbitragestrategieën zorgen voor efficiëntere prijsvorming.²²

Het beleid van andere schuldagentschappen kan invloed hebben op het beleidsdoel van artikel 11 (outcome). Onderzoek van Beetsma et al. (2020) toont aan dat obligatieveilingen van Europese schuldagentschappen effect hebben op het verloop van soortgelijke obligatieveilingen van andere Europese landen.²³ Voor Nederland werd er in de bestudeerde periode echter geen significant effect geconstateerd.

2.3.7 Neveneffecten

Een positief neveneffect van het uitgeven van staatsobligaties is dat deze stukken een veilige belegging (*safe asset*) kunnen vormen voor investeerders, waarmee het bijdraagt aan goed functionerende financiële markten.^{24,25} Staatsobligaties kunnen als een veilige haven fungeren voor investeerders in tijden van financiële onrust en gelden als benchmark voor andere financiële titels zoals bedrijfsobligaties. Daarnaast zijn staatsobligaties liquide en eenvoudig te verhandelen, waarbij investeerders snel toegang kunnen krijgen tot liquide middelen. Ook wordt het vaak gebruikt als onderpand bij financiële transacties, zoals repurchase agreements (repo's). Banken zijn tevens verplicht door toezichthouders om hoogwaardige liquide activa aan te houden, waarvoor staatsobligaties veel gebruikt worden. Doordat investeerders bereid zijn om een premie te betalen voor deze *safe assets* kan het ook tot lagere rentekosten leiden voor de financiering van de staatsschuld.

Anderzijds kan het aanhouden van staatsobligaties voor investeerders ook externe risico's met zich meebrengen, omdat het de blootstelling aan overheden verhoogt. "Sovereign-bank nexus" verwijst naar de wederzijdse afhankelijkheid tussen overheden en banken.²⁶ Financiële problemen bij de overheid kunnen bijvoorbeeld risico's veroorzaken in de bankensector doordat banken overheidsschuld bezitten. Een grote blootstelling kan leiden tot waardeverliezen op deze

¹⁶ QSA.Q.N.NL.W2.S129.S13.N.A.IE.F3.L. Z.XDC. T.S.V.N. T | ECB Data Portal (europa.eu)

¹⁷ Overgang naar nieuwe pensioenstelsel | Pensioen | Rijksoverheid.nl

¹⁸ Dutch pension funds set to retire long-dated hedges | articles | ING Think

¹⁹ Rabobank analyse - Impact of sector reform on Dutch pension fund sovereign bond holdings

²⁰ Resilience Redux in the U.S. Treasury Market by Darrell Duffie :: SSRN

²¹ Non-bank financial institutions and the functioning of government bond markets (bis.org)

²² Hedge funds: good or bad for market functioning?

²³ Determinants of the bid-to-cover ratio in Eurozone sovereign debt auctions — Tilburg University Research Portal

²⁴ The fundamentals of safe assets (europa.eu)

²⁵ Deze alinea is geschreven op basis van de Nederlandse situatie. Voor andere landen kan het zo zijn dat staatsobligaties geen veilige haven vormen of beperkt liquide zijn.

²⁶ The Sovereign-Bank Nexus in the Euro Area: Financial and Real Channels (europa.eu)

staatsobligaties in tijden van crisis bij de overheid, wat de balans van de banken verzwakt. Dit effect kan bredere negatieve gevolgen hebben, voor bijvoorbeeld bedrijven, wanneer banken hun kredietverlening verminderen of hogere rentepremies hanteren. In Nederland is deze wederzijdse afhankelijkheid relatief beperkt vergeleken met andere landen.²⁷

De uitgifte van groene obligaties heeft op een aantal manieren een positief effect op de ontwikkeling van de groene kapitaalmarkt. Ten eerste door het goede voorbeeld te geven aan andere bedrijven en instellingen die schuld uitgeven. Ten tweede geeft de introductie van groene staatsobligaties vermogensbeheerders en hun klanten toegang tot een veilige groene activa klasse die als benchmark kan fungeren voor andere activa. Dit vergroot tevens mogelijkheden van investeerders om een gediversifieerde portefeuille samen te stellen. Ten derde is de uitgifte van groene staatsobligaties positief gecorreleerd met het aantal en de omvang van groene bedrijfsobligaties.²⁸ Tot slot is er een positief effect op de liquiditeit van groene bedrijfsobligaties na uitgifte van groene staatsschuld. De uitgifte van groene obligaties leidt enerzijds tot hogere kosten vanwege extra rapportagelasten. Anderzijds kan daar een rentevoordeel tegenover staan.

Een positief neveneffect van staatsobligaties met een langere looptijd is dat deze kunnen worden gebruikt door institutionele investeerders om hun renterisico af te dekken. Pensioenfondsen hebben bijvoorbeeld interesse in langere looptijden van staatsobligaties omdat hun verplichtingen ook langlopend zijn, waardoor deze obligaties een manier zijn om de effecten van fluctuaties van de lange rente gedeeltelijk op te vangen.²⁹

2.4 Overzicht van de gebruikte instrumenten

2.4.1 Kapitaalmarkt en geldmarkt

Het Agentschap gebruikt verschillende financiële instrumenten om de staatsschuld te financieren. Hierbij wordt onderscheid gemaakt tussen de kapitaal- en geldmarkt. De kapitaalmarkt betreft leningen met een looptijd langer dan één jaar; de rest betreft geldmarktleningen. Op de kapitaalmarkt geeft het Agentschap staatsobligaties – *Dutch State Loan* (DSL) – uit, op de geldmarkt schatkistpapier – *Dutch Treasury Certificate* (DTC). Verder handelt het Agentschap in commercial paper, deposito's, sell/buyback en buy-sellback. Sommige instrumenten worden ook gebruikt voor het cashmanagement (zie paragraaf 2.4.6).

Dutch State Loans

Een DSL heeft een vast rentepercentage en looptijd tussen de 1 en 32 jaar. Het jaarlijkse rentebedrag wordt aan de houder van het schuldbewijs uitgekeerd op 15 januari of 15 juli. Na het verstrijken van de looptijd wordt de hoofdsom terugbetaald. Jaarlijks worden er gemiddeld één tot drie nieuwe staatsobligaties uitgegeven. Om de liquiditeit te bevorderen worden daarnaast bestaande staatsobligaties heruitgegeven om zo het uitstaande volume te verhogen.

Voor de uitgiftes van nieuwe staatsobligaties maakt het Agentschap gebruik van een veiling, de *Dutch Direct Auction* (DDA). De heropening van een bestaande staatsobligatie vindt – op de 2^e of 4^e dinsdag van de maand – veelal plaats middels een zogeheten toonbankveiling of tapveiling (zie paragraaf 2.4.4). Soms wordt het DDA-format ook gebruikt voor de heropening van een obligatie.

²⁷ [Financial Stability Report - Autumn 2023](#)

²⁸ [Sovereign Green Bonds: A Catalyst for Sustainable Debt Market Development?](#)

²⁹ [Pensioenfondsen dekten sinds kredietcrisis een derde renterisico af - ESB](#)

Dutch Treasury Certificates

Een DTC heeft een looptijd van maximaal een jaar en gemiddeld drie tot zes maanden. Bij een DTC wordt geen rente uitgekeerd. Een DTC wordt uitgegeven op discountbasis: bij uitgifte wordt een kleiner bedrag betaald dan de hoofdsom. Uitgifte van DTC's gebeurt in beginsel op de 1^e of 3^e maandag van de maand.

Global commercial paper

Het Agentschap maakt ook gebruik van *commercial paper* (CP), een schuldbewijs met een looptijd van een dag tot 12 maanden. Voor investeerders buiten de Verenigde Staten heeft het Agentschap de mogelijkheid om Eurocommercial paper (ECP) uit te geven in verschillende valuta (euro's, Amerikaanse dollars, Britse ponden, Zwitserse francs en Noorse kronen). Voor investeerders in de Verenigde Staten geeft het Agentschap United States commercial paper (USCP) uit in Amerikaanse dollars. Deze vormen van commercial paper worden samen aangeduid als Global Commercial Paper (GCP).

GCP wordt uitgegeven op discountbasis, is niet gebonden aan een vast moment en heeft een korte looptijd. Deze laatste twee redenen maken GCP tot een flexibel schuldinstrument om tijdelijke tekorten te verhelpen. GCP is het enige schuldinstrument dat het Agentschap regulier uitgeeft in een andere valuta dan de euro. Het valutarisico dat dit veroorzaakt wordt altijd volledig afgedekt met valutaswaps.

Deposito's, buy-sell-backs en sell-buy-backs

Op de kortste termijn maakt het Agentschap gebruik van deposito's, buy-sell-backs en sell-buy-backs. Deze instrumenten worden zowel gebruikt om middelen aan te trekken als uit te zetten. Een deposito is een kortlopende lening om het schatkistsaldo te reguleren door middelen aan te trekken en uit te zetten.

Buy-sell-backs worden gebruikt om voor korte tijd middelen uit te zetten. Het Agentschap koopt een stuk (het onderpand), dat weer wordt terugverkocht aan dezelfde partij. Gedurende deze periode wordt over het aankoopbedrag rente vergoed. Het voordeel van een buy-sell-back ten opzichte van een deposito is dat het kredietrisico door het onderpand gedeeltelijk wordt afgedekt.

Volgens het beleid kan er andersom ook een sell-buy-back gebruikt worden om middelen aan te trekken. In dat geval worden stukken (onderpand) van het Agentschap overgedragen om het kredietrisico van de tegenpartij af te dekken. In de praktijk maakt het Agentschap geen gebruik van dit instrument om geld aan te trekken.

Om de liquiditeit van de stukken van het Agentschap te bevorderen, treedt het Agentschap op als *lender of last resort*.³⁰ Dit houdt in dat PD's die dringend Nederlands waardepapier nodig hebben deze bij het Agentschap kunnen kopen waarbij het Agentschap een sell-buy-back aangaat. Hiervoor wordt wel een lagere rente (penalty rate) gerekend.

2.4.2 Derivaten

Het Agentschap maakt ook gebruik van financiële derivaten. Een derivaat is een financieel instrument waarvan de waarde afhankelijk is van onderliggende activa. Het Agentschap handelt uitsluitend in *swaps*, waarbij een bepaalde cashflow geruild wordt voor een andere cashflow. Het gebruik van swaps binnen het Agentschap heeft altijd het afdekken van risico's tot doel. Valutaswaps worden gebruikt om de waarde van uitgegeven schuld in een buitenlandse valuta niet

³⁰ 'Repo-faciliteit' stut markt voor kortlopend schuldpapier - ESB

te laten schommelen met de wisselkoers van die valuta tegen de euro. Al het valutarisico dat voortkomt uit leningen in vreemde valuta wordt door het Agentschap volledig afgedekt middels valutaswaps. Renteswaps worden gebruikt om een vast rentepercentage in te wisselen tegen een variabel rentepercentage, of andersom. Met renteswaps kan de effectieve looptijd verkort of verlengd worden.

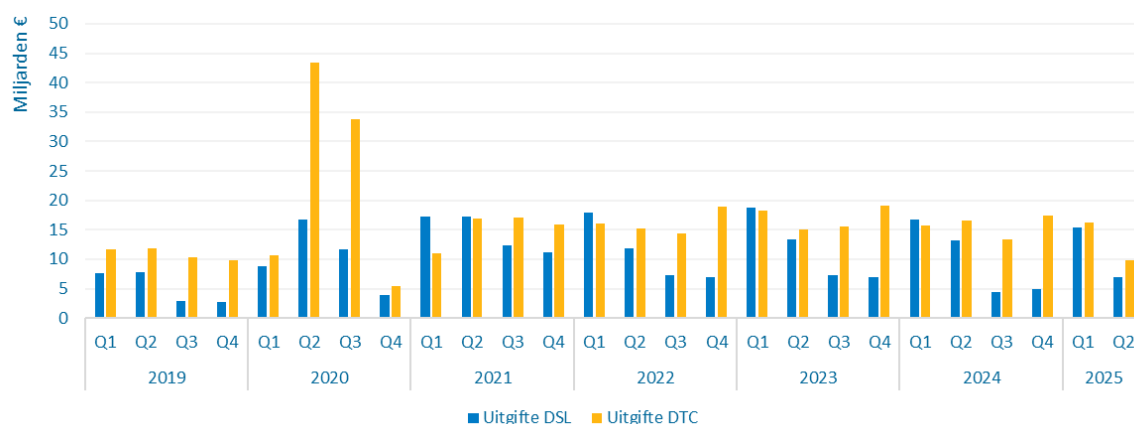
2.4.3 Ontwikkelingen in het instrumentgebruik

Uitgifte DSL

Het uitstaande volume aan DSL's is van €297 miljard begin 2019 gestegen tot €371 miljard eind 2024. Op 1 januari 2019 stonden er 22 verschillende DSL's uit. In de periode 2019 tot 2024 zijn er dertien DSL's afgelost en vijftien nieuwe gelanceerd. Eind 2024 stonden er 24 DSL's uit. In deze periode heeft het Agentschap €7,8 miljard aan DSL's ingekocht. Tussen 2019 en 2024 is er in totaal voor €250 miljard aan DSL's uitgegeven (Figuur 2). Hiervan bestond €82,6 miljard uit de uitgifte van nieuwe staatsobligaties. De resterende €167,4 miljard werd opgehaald met de heropening van bestaande staatsobligaties.

De uitgifte van staatsobligaties is niet gelijkmatig over het jaar verdeeld: het grootste deel van de staatsobligaties wordt in de regel tijdens het eerste kwartaal opgehaald. Deze strategie wordt *frontloading* genoemd. Door vroeg in het jaar meer geld op te halen voorkomt het Agentschap aan het einde van het jaar in een positie te komen waarin hogere rentepercentages gerekend kunnen worden. De financieringsbehoefte van het Agentschap is immers publiek beschikbare informatie. In de zomermaanden wordt er gelet op kalme markten weinig uitgegeven.

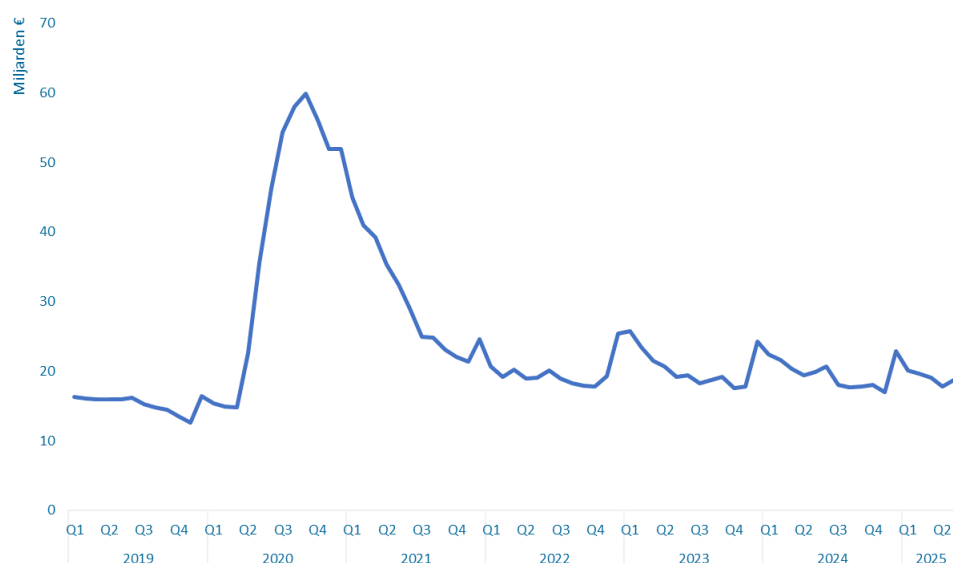
Figuur 2: Uitgiftevolume van DSL's en DTC's



Uitgifte DTC

Op 1 januari 2019 stond er in totaal voor €19,7 miljard aan DTC uit. Op 31 december 2024 was dit €22,9 miljard. Tussen 2019 en 2024 zijn er in totaal 69 verschillende DTC's uitgegeven voor in totaal €393 miljard (Figuur 2). Het totale uitstaande volume aan DTC was sinds 2019 onderhevig aan sterke fluctuaties (Figuur 3). Tot de coronaperiode in maart 2020 was het totale uitstaande volume stabiel tussen €12 en €17 miljard; ongeveer 5% van de totale staatsschuld. Tijdens de pandemie heeft het Agentschap de acute stijging van de financieringsbehoefte opgevangen met de uitgifte van grote volumes aan DTC. In september 2020 bereikte het uitstaande volume het maximum met €59,8 miljard, meer dan 16% van de staatsschuld. Vanaf dit punt nam het volume gestaag af tot ongeveer 5% van de staatsschuld; vanaf 2022 stabiliseerde het tussen de €17 en €25 miljard.

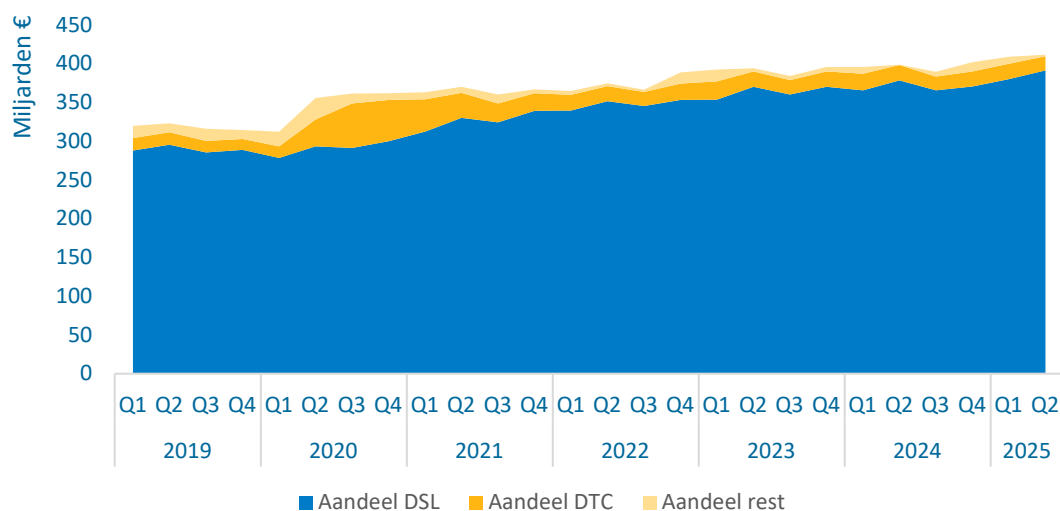
Figuur 3: Uitstaande DTC's



Verdeling tussen de geld- en kapitaalmarkt

In de periode 2019-2024 bestond de staatsschuld doorgaans voor 5% tot 15% uit schulden op de geldmarkt en voor 85% tot 95% uit schulden op de kapitaalmarkt (Figuur 4). Uitzondering was de periode van de pandemie. Vanwege de plotseling gestegen financieringsbehoefte werd er aanzienlijk meer aan DTC's en commercial paper (aandeel rest) uitgezet met als gevolg dat het percentage aan geldmarktleningen steeg tot 20% van de staatsschuld.

Figuur 4: Samenstelling totale staatsschuld



Realisatie financieringsbehoefte en Outlooks

Het Agentschap publiceert jaarlijks de *Outlook* waarin terug wordt gekeken op het afgelopen jaar en vooruit wordt gekeken naar komend jaar. De *Outlook* bevat de financieringsbehoefte en de manier waarop dit wordt ingevuld: het financieringsplan. Onderdeel hiervan zijn een geschatte verdeling tussen de kapitaal- en geldmarkt en een uitgiftekalender voor het eerste kwartaal. In het financieringsplan wordt ook een gedeelte van de instrumentkeuze op de kapitaalmarkt vastgelegd.

De financieringsbehoefte is een prognose en bestaat uit drie componenten: 1) aflopende staatsleningen op de kapitaalmarkt; 2) aflopende leningen op de geldmarkt en; 3) het kassaldo van de Rijksoverheid. Als gedurende het jaar blijkt dat de financieringsbehoefte zich anders ontwikkelt dan geraamd, wordt deze schommeling in principe opgevangen op de geldmarkt. Deze schommelingen komen voort uit bijstellingen van het kassaldo.

Bijstellingen worden per kwartaal gecommuniceerd aan de hand van updates. In Figuur 5 zijn de financieringsbehoefte en de realisaties weergegeven. De totale financieringsbehoefte is ten opzichte van 2019 toegenomen, met pieken tijdens de coronajaren van 2020 en 2021. De realisatiecijfers van de totale financiering kent eveneens een relatief hoog niveau in deze jaren. De realisatiecijfers waren in de bestudeerde periode regelmatig lager dan de prognose uit de *Outlook*.

Een lager gerealiseerd dan begroot kassaldo is doorgaans een gevolg van hogere dan begrote belastinginkomsten en lagere dan begrote uitgaven. In 2021 en 2023 was de realisatie van het kaskort optimistischer dan de raming uit de miljoenennota. Over het meevallende EMU-saldo, wat kan afwijken van het kassaldo, is een ambtelijk onderzoek gedeeld met de Tweede Kamer.³¹

Wat is het EMU-saldo?

Het EMU-saldo is een Europese indicator waarover de lidstaten van de Economische en Monetaire Unie (EMU) rapporteren. Er is een aantal belangrijke verschillen tussen deze indicator en het kassaldo. Zo wordt het EMU-saldo volgens de Europese ESA-richtlijnen op transactiebasis berekend in plaats van op kasbasis. Ook omvat het EMU-saldo de hele collectieve sector. Naast de rijksoverheid lopen dus ook de saldi van bijvoorbeeld gemeenten, provincies en onderwijsinstellingen mee in het EMU-saldo.

Conclusies expertgroep Realistisch Ramen

Een trefzekere raming van het EMU-saldo is een belangrijke basis voor het maken van beleid. De afgelopen jaren waren de afwijkingen in de raming van het EMU-saldo relatief groot. Daarom heeft de minister van Financiën in oktober 2024 een onafhankelijke expertgroep realistisch ramen ingesteld. De expertgroep onderzocht wat de oorzaken waren van de afwijkingen van de raming in de Miljoenennota en heeft een aantal aanbevelingen gedaan om deze te verbeteren.

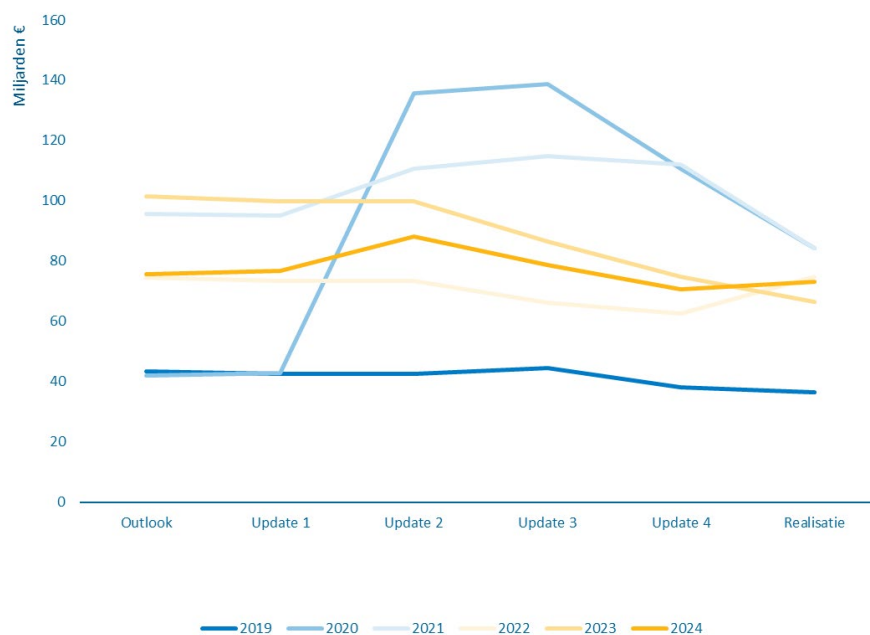
De afgelopen twintig jaar bedroeg de gemiddelde afwijking van de raming van het EMU-saldo 0,4% bbp, inclusief enkele grote uitschieters. In de periode 2021-2023 was de gemiddelde ramingsafwijking duidelijk groter met 2,7% bbp. Uit de analyse van de expertgroep blijkt dat ongeveer 60% van de ramingsafwijking in de jaren 2021-2023 te verklaren is door niet te voorspellen 'perfect storms' zoals corona en de oorlog in Oekraïne. Binnen de overige 40% zijn vier meerjarige afwijkingen ontdekt, waar verbetering mogelijk is:

-) De inkomsten van de vennootschapsbelasting (vpb) zijn langjarig onderschat.
-) Bij de raming van de belastingen wordt gebruik gemaakt van expert opinion. Dit verbeterde de raming per belastingsoort, maar heeft als onbedoeld bijeffect dat de totale inkomsten zijn onderschat.
-) Kasschuiven en onderuitputting. Rijksuitgaven vallen steeds mee omdat te ambitieus begroot wordt. Niet alle ambities kunnen op korte termijn uitgevoerd worden.
-) Vanuit het Rijk is er te weinig zicht op de financiën van decentrale overheden.

³¹ [Op drift of op koers? Analyses en aanbevelingen om beter te ramen en begroten](#)

Naar aanleiding hiervan zijn tien aanbevelingen gedaan om de ramingen te verbeteren. Bijvoorbeeld een meer realistische financiële planning bij nieuwe uitgaven en het verbeteren van de ramingen van de vennootschapsbelasting. Tegelijkertijd geeft de expertgroep aan dat het ontwikkelen van nieuwe modellen tijd kost. Ook zullen er altijd weer 'perfect storms' over de economie trekken waardoor er tijdelijk grote ramingsafwijkingen kunnen ontstaan.

Figuur 5: De financieringsbehoefte per publicatie en de realisatie



2.4.4 Veilingen

Het Agentschap hanteert voor het uitgeven van schuldpapier drie verschillende veilingmethoden.³² DTC's worden doorgaans twee keer per maand geveild en de veilingen worden uitgevoerd via een uniforme prijsveiling. PD's leggen biedingen in; het Agentschap heeft inzicht in de opbouw van het veilingboek en beslist, binnen een van tevoren gecommuniceerd doelvolumen, hoeveel er wordt toegewezen. Biedingen tegen een yield onder de cut-off yield worden volledig toegewezen. Biedingen op de cut-off yield kunnen zowel volledig als deels worden toegewezen. Deze veilingmethode voorkomt de zogenaamde 'winner's curse' – de hoogste bidder betaalt het meeste –, doordat alle succesvolle bidders dezelfde prijs betalen (de cut-off yield).

Voor de lancering van nieuwe kapitaalmarktleningen gebruikt het Agentschap in beginsel de veilingmethode genaamd de Dutch Direct Auction (DDA). In de DDA krijgen bepaalde investeerders, op basis van vooraf vastgestelde criteria, voorrang ('real money' versus 'other') en komt er een uniforme prijs tot stand. In het DDA-systeem kunnen eindbeleggers met behulp van één (of meerdere) PD('s) direct deelnemen aan een veiling van nieuwe Nederlandse staatsobligaties. Voorafgaand aan de veiling stelt het Agentschap een bandbreedte vast voor de spread (meestal t.o.v. een Duitse lening) waarbinnen beleggers biedingen kunnen inleggen. De

³² [Veilingmethoden | DSTA.nl](#)

toewijzing is volledig gebaseerd op prijs. Alleen bij biedingen die zijn ingelegd tegen de cut-off price krijgen 'real money'-beleggers (zoals pensioenfondsen) voorrang boven andere investeerders (zoals hedge funds).

DSL's worden over het algemeen heropend door middel van toonbankveilingen (ook bekend als *tapveilingen*). Deze veilingen worden normaliter gehouden op de 2^e en 4^e dinsdag van de maand. Het Agentschap maakt bij de start van de veiling de prijs bekend die tijdens de veiling kan worden aangepast. PD's bepalen hoeveel ze wensen af te nemen. Zodra het gewenste volume binnen een van tevoren gecommuniceerde bandbreedte is bereikt, wordt de veiling gesloten.

2.4.5 Dealerstelsel

De afname, promotie en distributie van financiële producten die het Agentschap gebruikt verloopt via financiële instellingen die bekend staan als dealers. Er is gedurende deze onderzochte periode hoofdzakelijk samengewerkt met banken. Zij hebben een wereldwijd netwerk van klanten en een grote balans wat hen in staat stelt om onze uitgiftevolumes af te nemen, waarmee ze bijdragen aan de liquiditeit van staatsleningen. Financiële instellingen sluiten een contract met het Agentschap en hebben de mogelijkheid tot afname van financiële producten via deelname aan veilingen. De dealers verhandelen deze producten op de secundaire markt. Gedurende de evaluatieperiode had het Agentschap drie verschillende dealercontracten, namelijk PD-contracten, Single Market Specialist contracten en Commercial Paper contracten.

Of een PD wordt geselecteerd is niet enkel afhankelijk van de absolute afname van staatsobligaties. Ook de lange termijnambities, onderzoeks- en promotieactiviteiten en de klantenportefeuille worden in overweging genomen. De gezamenlijke afweging van deze onderdelen versus de bestaande samenstelling van het dealerstelsel resulteren in de uiteindelijke beslissing tot het selecteren van een instelling als dealer.

Aandachtspunt voor het Agentschap is de maatschappelijke reputatie van haar dealers. Voor zowel nieuwe als bestaande dealers geldt dat zij geen deel mogen nemen aan maatschappelijk onverantwoorde activiteiten en niet gevestigd zijn in landen met omstreden regimes. Mochten bestaande dealers zich in dergelijke omstandigheden begeven, dan kiest het Agentschap ervoor om hen bij zware overtredingen uit te sluiten of bij minder ernstige feiten te berispen. Gedurende de evaluatieperiode heeft een aantal keer een berisping plaatsgevonden. Uitsluiting heeft niet plaatsgevonden.

Primary Dealers (PD's)

PD's worden aangesteld voor de afname, promotie en distributie van zowel DSL's als DTC's. Deze instellingen ontvangen een financiële vergoeding die afhankelijk is van de afgenomen hoeveelheid DSL's gedurende DDA's en kunnen in tapveilingen aanspraak maken op de non-comp-faciliteit wanneer zij tenminste 3% van het totale volume afnemen. Via deze faciliteit krijgen PD's de mogelijkheid om tot drie dagen na afloop van een veiling extra volume af te nemen tegen de veilingprijs. Deze optie is waardevol omdat de waarde van de staatslening op de secundaire markt kan stijgen tot boven de veilingprijs.

De hoogte van de non-comp optie is afhankelijk van de hoogte van de quoteerscore en het secundair handelsvolume van een PD. Dealers worden gestimuleerd om tenminste 6 uur per dag bied- en laatprijzen met een minimaal volume op Nederlandse staatsleningen af te geven. De uiteindelijke quoteerscore volgt uit het verschil tussen de door dealers afgegeven bied- en laatprijzen, de bid-ask spread. Dealers worden op basis van beide parameters (quoteerscore en

secundair handelsvolume) gerangschikt in twee ranglijsten. Het gemiddelde bepaalt de non-comp ranking. De slechtst presterende PD kan 9% extra afnemen van het door hen afgenomen volume en de best presterende PD 22%.

Daarnaast wordt een aantal PD's op basis van de jaarlijkse veilingafname aangewezen als adviseur. Deze adviseurs krijgen de mogelijkheid het Agentschap te adviseren in voorbereiding op DDA's in ruil voor een vaste vergoeding. Naast de vergoeding kent de rol als adviseur ook een prestigieuze waarde waar PD's waarde aan hechten.

Single Market Specialists (SMS)

Single Market Specialists (SMS) hebben de taak om DTC's te promoten en te verspreiden op de secundaire markt ter bevordering van de liquiditeit. Deze partijen hebben het recht op primaire afname van DTC's en dus niet voor DSL's zoals bij PD's wel het geval is. Gedurende de evaluatieperiode is er geen dealer aangesteld als SMS.

Commercial Paper Dealers (CP's)

Bij Commercial Paper (CP) contracten wordt onderscheid gemaakt tussen European en United States Commercial Paper. Dealers kunnen een contract hebben voor beide producten, maar ook voor een enkel product.

Veranderingen in het quoteer- en beloningsbeleid voor PD's

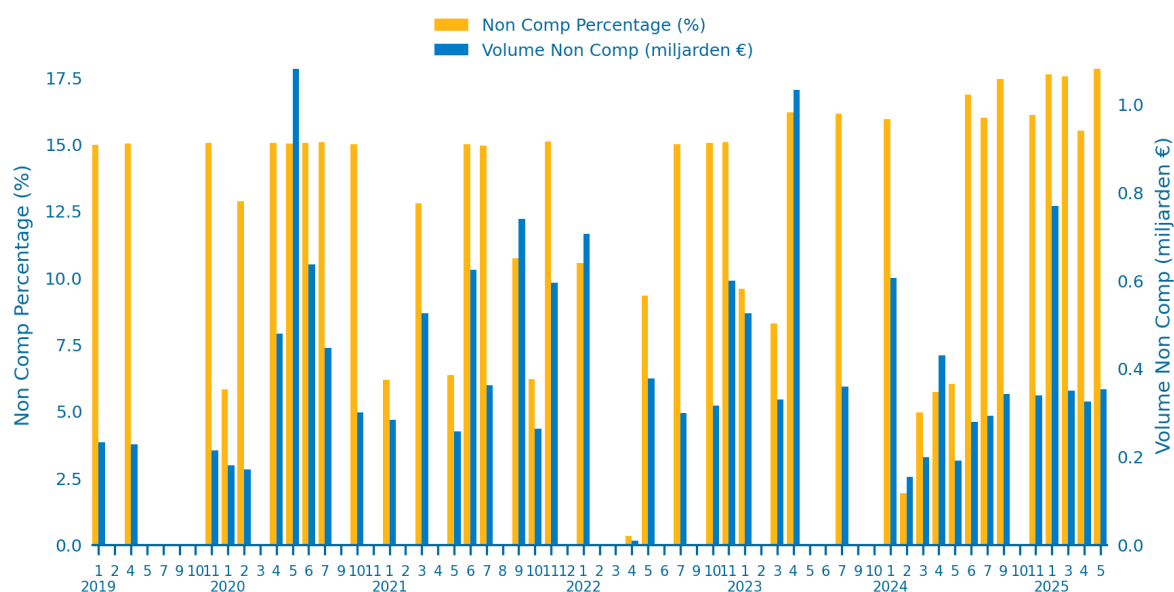
In de evaluatieperiode is het quoteer- en beloningsbeleid voor PD's een aantal keer gewijzigd. Van 2020 tot en met 2022 was er al sprake van een quoteerverplichting met een drempelwaarde, maar nog geen ranking. Alle dealers met een quoteerscore boven de drempelwaarde hadden recht op hetzelfde non-comp percentage van 15%. Ten tijde van volatiliteit op de financiële markten werden de beperkingen van het vaste non-comp percentage en drempelwaarden duidelijk, omdat het toen lastiger was om een correcte bied- en laatprijs vast te stellen. Een aantal dealers haalde met regelmaat de drempelwaarde niet en stopte volledig met quoteren omdat zij geen recht meer hadden op de non-comp optie.

Quoteren heeft een positieve invloed op de liquiditeit van langlopende Nederlandse staatsleningen, omdat er dan de mogelijkheid bestaat om leningen te kopen of te verkopen tegen arbitragevrije referentieprijzen. Dealers hebben er gedurende het quoteren namelijk geen belang bij om te kopen of verkopen tegen prijzen die ver weg staan van de marktprijs. Dit beïnvloedt immers hun bid-ask spread en daarmee hun quoteerscore.

In 2023 is besloten de drempelwaarde en het vaste non-comp percentage te laten vervallen, en is de non-comp ranglijst op basis van quoteerscores geïntroduceerd. De hoogte van deze optie was naar rato van de quoteerscore: de best quoterende dealer had recht op het hoogste percentage (22%), en de slechtst quoterende dealer op het laagste percentage (9%). In 2024 werd een tweede ranglijst ingevoerd op basis van het handelsvolume op de secundaire markt. De gemiddelde positie van dealers op beide ranglijsten bepaalde uiteindelijk de hoogte van de non-comp optie die opnieuw naar rato werd vastgesteld.

Figuur 6 geeft een overzicht van het afnamevolume onder de non-comp per veiling, en het percentage hiervan ten opzichte van het gehele veilingvolume. Wanneer de waarde van de obligatie zich gunstig ontwikkelt voor PD's in de dagen na de veiling dan wordt het volledige percentage van 15% afgenomen. Vanaf 2023, met de introductie van het nieuwe beleid, ligt dit maximum boven de 15%.

Figuur 6: Non-comp afnamevolume per veiling



Veranderingen in het CP-stelsel

Het CP-stelsel is gedurende de evaluatieperiode een aantal keer aangepast. In 2021 werd besloten om de eis dat enkel PD's toe konden treden tot het CP-stelsel los te laten. Doel hiervan was om het concentratierisico te verkleinen. In 2023 werd daarnaast besloten om een uniforme beloning aan dealers te geven om de afname van CP verder te bevorderen.

2.4.6 Cash Management

Het kassaldo van de staat fluctueert op dagelijkse basis, bijvoorbeeld doordat op de ene dag belastinginkomsten worden ontvangen en een aantal dagen later toeslagen moeten worden uitbetaald. Het saldo van de Nederlandse schatkistrekening bij De Nederlandsche Bank mag alleen gedurende de dag negatief zijn; aan het einde van de dag moet dit vereffend worden omdat dit anders in strijd is met het verbod op monetaire financiering. Het saldo van het Agentschap bij DNB was lange tijd laag, maar liep tijdens corona fors op.³³ Toen de ECB in 2022 de rente in korte tijd verhoogde, besloot ze de rentevergoeding voor overheidstegoeden te verhogen van 0% naar de marktrente.³⁴ De ECB deed dit om te voorkomen dat overheden in korte tijd hun tegoeden afbouwden en daarmee de geldmarkt zouden verstoren. Sinds begin 2023 hanteert het Eurosysteem een maximale vergoeding van de marktrente (ESTR, *Euro short term rate*) minus 20 basispunten.³⁵ Het wordt daardoor onaantrekkelijker voor het Agentschap om geld aan te houden bij DNB en het saldo is sindsdien aanzienlijk gedaald.

In het geval van een positief kassaldo zet het Agentschap geld uit op de geldmarkt, onder andere bij andere schuldagentschappen, om de rentekosten zo laag mogelijk te houden. Daarnaast kan het Agentschap besluiten om een toekomstig positief saldo te verlagen door de hoogte van de uitgifte voor een DTC veiling te verlagen. Dit heeft geen gevolgen voor de consistentie van het financieringsbeleid omdat de hoogte pas vier dagen voorafgaand aan de veiling extern gecommuniceerd wordt.

³³ Vergoeding overheidsdeposito's voorkomt verstoring geldmarkt - ESB

³⁴ ECB temporarily removes 0% interest rate ceiling for remuneration of government deposits

³⁵ ECB adjusts remuneration of certain non-monetary policy deposits as of 1 May 2023 (europa.eu)

2.4.7 Groene obligatie

De Nederlandse Staat geeft sinds 2019 groene obligaties uit om bij te dragen aan de ontwikkeling van de groene kapitaalmarkt. De uitgifte van kredietwaardig staatsschuld papier dient als een benchmark in de markt en stelt beleggers in staat om een gespreide groene portefeuille op te bouwen. Zo kan de uitgifte van groene obligaties indirect ook zorgen voor extra private middelen naar groene projecten.³⁶ De uitgifte van groene obligaties gaat volgens een vooraf opgesteld raamwerk dat door een externe partij van een oordeel wordt voorzien.³⁷ Hierin zijn uitgaven opgenomen die de reductie van CO₂ nastreven of Nederland aanpassen aan klimaatverandering. Ieder jaar worden de opgehaalde middelen toegekend aan de uitgaven van de begrotingsposten die onderdeel zijn van het raamwerk. Hierover en over de niet-financiële impact van deze uitgaven wordt gerapporteerd.³⁸ Momenteel staan er twee groene obligaties voor in totaal €27 miljard uit: een met een looptijd tot en met 2040 (€15,7 miljard) en een tot en met 2044 (€11,3 miljard).

2.4.8 Schatkistbankieren

Een deel van de staatsschuld wordt gefinancierd middels schatkistbankieren, omdat deelnemers overvloedige liquide middelen die nog niet zijn uitgegeven aanhouden in de schatkist. De rentekosten worden niet verhaald op artikel 11 van Hoofdstuk IX van de Rijksbegroting (Financiën en Nationale Schuld), maar op artikel 12 Kasbeheer.³⁹ Deze tegoeden financieren de staatsschuld deels, omdat hiervoor geen schuld hoeft te worden opgehaald. Dit verlaagt de financieringsbehoefte. De rente wordt met name uitbetaald aan overheidsorganisaties, waarmee de middelen de publieke sector niet verlaten. De periodieke rapportage Kasbeheer uit 2024 laat zien dat de rentelasten in 2023 €2,5 miljard bedroegen. Een uitstroom van de tegoeden zou de financieringsbehoefte van het Rijk verhogen. Dit risico is momenteel echter geen onderdeel van het risicomanagementbeleid van het ministerie van Financiën.

De tegoeden van deelnemers aan het schatkistbankieren zijn in de afgelopen jaren toegenomen.³⁹ Dit is vooral toe te schrijven aan hogere tegoeden bij sociale fondsen, aanhoudende onderbesteding bij publieke organisaties en een groeiend aantal vrijwillige deelnemers. In de kabinetsreactie op de periodieke rapportage wordt gewezen op het risico dat de staatsschuld zal stijgen wanneer deze middelen tot besteding komen.⁴⁰ Aan de Kamer zijn verschillende scenario's gepresenteerd met betrekking tot de uitstroom van middelen binnen schatkistbankieren.⁴¹

Doordat een deel van de stijging van de tegoeden het gevolg is van onderuitputting, bestaat het risico dat de staatsschuld zal stijgen zodra deze middelen tot besteding komen. Het CPB verwacht dat de onderbesteding op korte termijn fors blijft, maar vanaf 2027 langzaam zal afnemen.⁴² Door de decentralisatie van overheidsdiensten is de omvang van deze onderbesteding moeilijk exact in te schatten. Sinds 2018 is de grootste jaar-op-jaar stijging van schatkisttegoeden bij agentschappen en decentrale overheden respectievelijk 33% en 25%. Een daling van vergelijkbare omvang zou leiden tot een afname van €5,6 miljard aan tegoeden, en een overeenkomstige stijging van de EMU-schuld.⁴³

Daarnaast bestaat het risico dat verslechterde economische omstandigheden leiden tot hogere uitgaven van de sociale fondsen, bijvoorbeeld door een toename van de werkloosheid.⁴³

³⁶ [Sovereign Green Bonds: A Catalyst for Sustainable Debt Market Development?](#)

³⁷ [State of the Netherlands - Green Bond Framework - updated 8 September 2023 | english.dsta.nl](#)

³⁸ [Green Bonds | english.dsta.nl](#)

³⁹ [Periodieke rapportage Kasbeheer - artikel 12 van hoofdstuk IX \(Financiën en nationale schuld\) van de Rijksbegroting | Rapport | Rijksoverheid.nl](#)

⁴⁰ *Kamerstukken II 2023/24, 31935, nr. 89*

⁴¹ *Kamerstukken II 2023/24, 31935, nr. 90*

⁴² [MEV 2025 - verantwoording](#)

⁴³ Zie ook beantwoording kamervragen over dit onderwerp: [Beleidsdoorlichting Financiën | Tweede Kamer der Staten-Generaal](#)

Momenteel ontvangen sociale fondsen meer inkomsten dan zij uitkeren.⁴⁴ Historisch gezien was de uitstroom het grootst in 2009 en 2011, tijdens respectievelijk de kredietcrisis en eurocrisis. In 2009 werd door sociale fondsen per saldo €8,1 miljard uitgekeerd, wat de EMU-schuld met 0,9%-punt bbp deed stijgen. In 2011 bedroeg de uitstroom €7,2 miljard, goed voor een toename van 0,8%-punt bbp. Indien het niveau van uitkeringen uit 2009 wordt aangepast voor een gemiddelde cao-loonstijging van 32,5%,⁴⁵ zou dit neerkomen op een uitstroom van €10,7 miljard en eenzelfde stijging van de EMU-schuld.

Een ander scenario betreft de mogelijkheid dat vrijwillige deelnemers de schatkist zullen verlaten. Vanwege de relatief hoge rentes voor tegoeden binnen het schatkistbankieren ten opzichte van private banken is dit risico momenteel klein. De periodieke rapportage Kasbeheer noemt juist dat het aantal vrijwillige deelnemers door de gunstige voorwaarden de afgelopen jaren substantieel is toegenomen. De belangrijkste groep vrijwillige deelnemers betreft onderwijsinstellingen met een gezamenlijk saldo van €10 miljard.

2.4.9 Overige kapitaalmarktinstrumenten en niet-gebruikte instrumenten

In het verleden heeft het Agentschap ook andere kapitaalmarktinstrumenten uitgegeven dan de DSL. Een aantal van deze instrumenten maakte op 1 januari 2019 nog deel uit van de staatsschuld en is gedurende de periode 2019-2024 geheel of gedeeltelijk afgelost. In februari 2019 liep de laatste *Medium Term Note* af met een volume van €600 miljoen.

De Nederlandse Staat heeft in de 19^e en begin 20^e eeuw zogeheten grootboekleningen uitgegeven. De laatst lopende grootboekleningen zijn uitgegeven in 1815, 1896 en 1910, waarover respectievelijk 2,5%, 3% en 3,5% rente werd betaald. Deze leningen waren eeuwigdurend, wat betekent dat de Staat niet op een bepaalde datum moet aflossen, maar wel op een zelfgekozen ogenblik mag aflossen. Op 1 januari 2019 stond er nog voor €12,2 miljoen aan grootboekleningen uit waarvan €9,5 miljoen schuld op naam. Van deze schuld op naam bestond €1,1 miljoen uit couponbedragen die niet aan de naamschuldhouder uitbetaald konden worden. Vanwege gewijzigde regelgeving in het betalingsverkeer en toenemende administratieve lasten heeft het Agentschap besloten alle uitstaande grootboekleningen per 1 november 2022 volledig af te lossen. Het bedrag dat niet kon worden uitbetaald is overgedragen aan de consignatiekas van het ministerie van Financiën, waar het tot 2042 bewaard wordt.

Daarnaast hanteerde het Agentschap sinds 2018 een coulante werkwijze waarbij een uitzondering op de wettelijke verjaringstermijn werd gemaakt voor schuldtitels uitgegeven door de Nederlandse staat vóór 1 februari 1946. Deze werkwijze is geëvalueerd en uit de evaluatie is gebleken dat deze werkwijze niet doeltreffend en ondoelmatig was. De werkwijze is vanaf 25 november 2024 afgeschaft.⁴⁶

In de jaren '90 heeft het Agentschap onderhands schuld uitgegeven onder de noemer *Dutch Private Loan*. Op 1 januari 2019 stond er nog een bedrag van €197 miljoen uit aan deze leningen. Vanwege (reguliere) aflossingen en het inkopen van deze leningen door het Agentschap is dit bedrag teruggelopen tot €18 miljoen op 31 december 2024. Het resterende bedrag zal in 2027 en 2032 worden afgelost.

⁴⁴ Premies verzekering zijn impliciete belastingen op werknemer - ESB

⁴⁵ Cao-lonen, contractuele loonkosten en arbeidsduur; (2010=100), 1972-2023 | CBS, Cao-lonen, contractuele loonkosten en arbeidsduur; indexcijfers (2020=100) | CBS

⁴⁶ <https://www.dsta.nl/onderwerpen/v/verjaarde-waarden>

Naast conventionele obligaties en groene obligaties geeft de Nederlandse Staat geen andere type obligaties uit. Andere voorbeelden zijn obligaties die direct door particulieren gekocht kunnen worden (zogenaamde retailobligaties), obligaties die een bepaald doel nastreven, zoals gender-obligaties, of obligaties waarvan de hoogte van de coupon afhangt van de inflatie. De belangrijkste reden om naast de conventionele en groene obligaties geen andere thematische obligaties aan te bieden is dat het ten koste kan gaan van de liquiditeit van reguliere obligaties.⁴⁷

2.4.10 Ontwikkeling renterisicokader

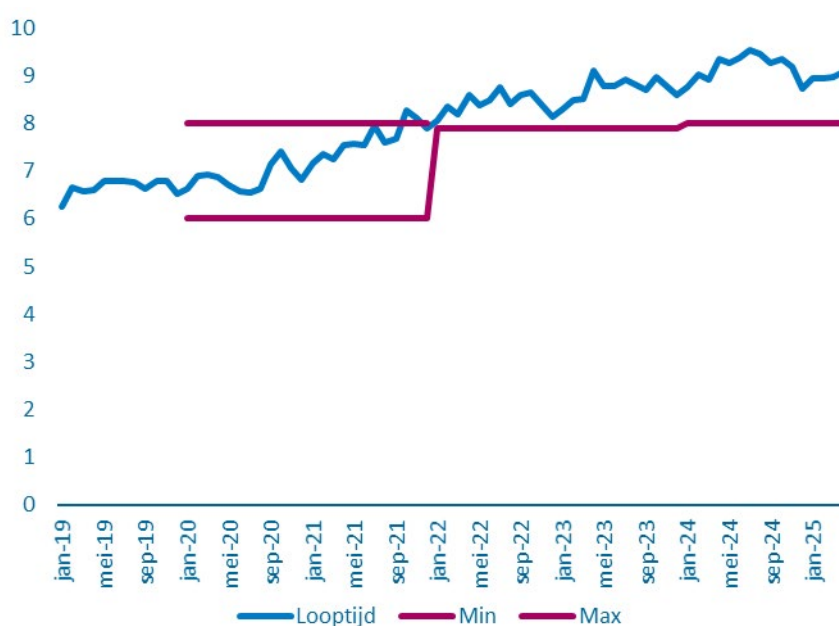
In de laatste jaren is de gemiddelde looptijd van de staatsschuld opgelopen tot ongeveer 9 jaar (Figuur 7). Begin 2019 was dit nog 7 jaar. Deze stijging was een van de aanbevelingen uit de beleidsdoorlichting in 2019. De doelstelling was om de looptijd geleidelijk te verlengen richting 8 jaar binnen een bandbreedte van 6 tot 8 jaar. De reden voor het verlengen was het langer vastleggen van de destijds negatieve rentes, en een relatief lage termijnpremie in historisch opzicht.

Na een interne evaluatie is de doelstelling in 2022 verhoogd naar minimaal 7,9 jaar aan het eind van 2022.⁴⁸ Dit betrof een versnelling van de verlenging van de looptijd, ingegeven door een lagere risicobereidheid vanwege het hogere schuldniveau. Een andere reden was de nog steeds lage termijnpremie.

In 2024 is na een tweede interne evaluatie de looptijd doelstelling verhoogd naar minimaal 8 jaar eind 2024, waarmee de doelstelling echter niet wezenlijk werd veranderd.

Het verder oplopen van de gemiddelde looptijd richting 9 jaar is voornamelijk het gevolg van het niet actief bijsturen op verschillen tussen de raming en realisatie van het kastekort (zie paragraaf 2.4.3). Doordat de tekorten lager uitvallen dan vooraf verwacht, wordt er minder op de geldmarkt gefinancierd.

Figuur 7: Ontwikkeling gemiddelde looptijd schuldportefeuille



Bron: DSTA

⁴⁷ Als liquiditeit de enige overweging zou zijn dan is het ook niet raadzaam om groene obligaties uit te geven. Om redenen zoals genoemd in paragraaf 2.4.7 is toch besloten groene obligaties uit te geven.

⁴⁸ Zie DSTA, Outlook 2022

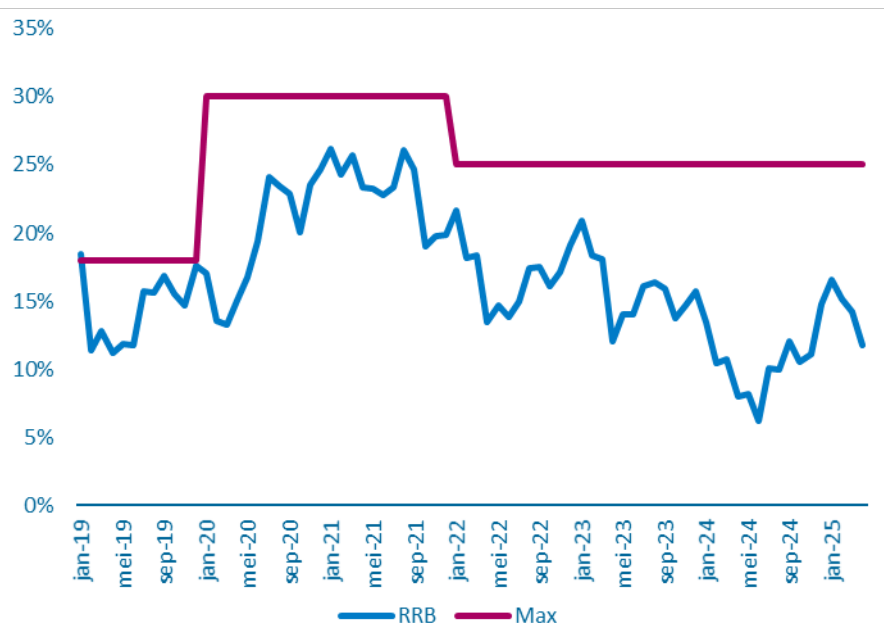
Het renterisicobedrag (RRB) heeft de afgelopen jaren gefluctueerd. Figuur 8 laat vanaf begin 2020 een stijging zien. Dit is het gevolg van het aantrekken van extra middelen op de geldmarkt door het uitbreken van de coronapandemie. Sindsdien is het RRB gedaald tot het huidige niveau van circa 15%.

Na de beleidsdoorlichting van 2019 is het maximum RRB verhoogd van 18% naar 30% omdat de schuld flink was gedaald, waardoor er meer capaciteit was om het korte termijn renterisico te absorberen.

Naar aanleiding van de interne evaluatie in 2021 is het maximum verlaagd tot 25%. Een reden hiervoor was de stijgende staatsschuld, en omdat dat niveau meer in lijn was met dat van andere Europese lidstaten. In 2024 is dit niveau behouden, omdat het een adequate balans zou bieden tussen risico en flexibiliteit.

Momenteel ligt het RRB substantieel lager dan het maximum. Dit heeft, naast de verlening van de looptijd van schuld, onder andere te maken met de discrepantie tussen het geraamde en gerealiseerde tekort gedurende de afgelopen jaren. Dit heeft een dalend effect op het RRB.

Figuur 8: Fluctuatie in het renterisicobedrag

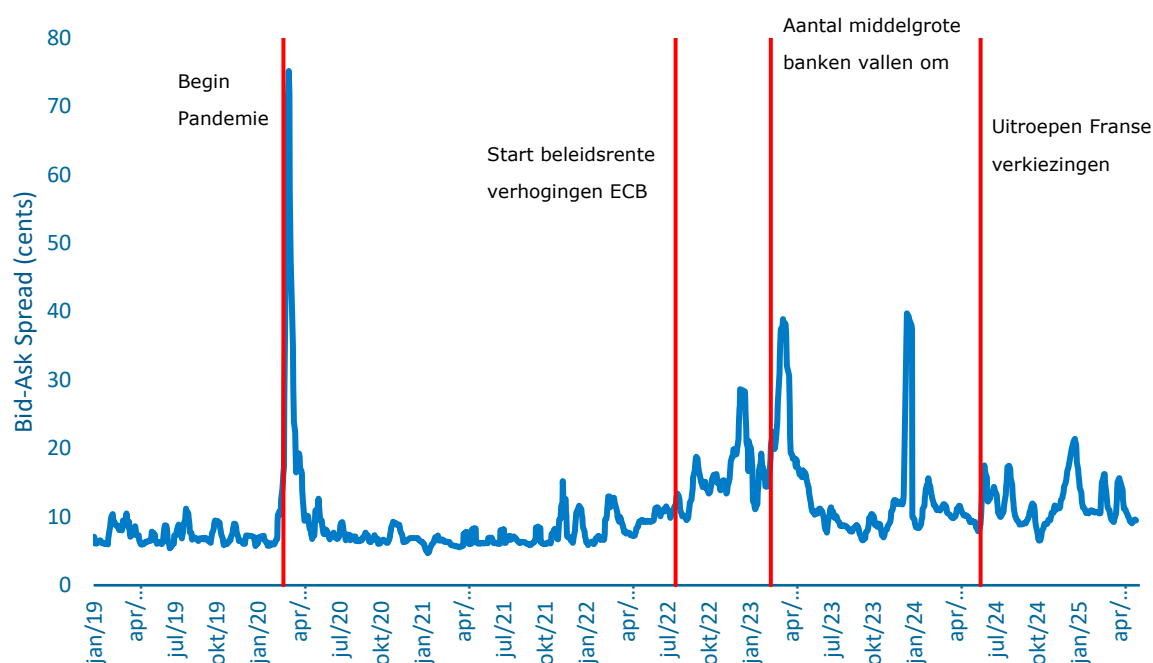


Bron: DSTA

2.4.11 Liquiditeit Nederlandse obligaties

De bid-ask spread wordt vaak gebruikt als indicatie om de liquiditeit van Nederlandse staatsobligaties te meten. Deze maatstaf geeft het verschil tussen de hoogste prijs waarvoor kopers bereid zijn een effect te kopen en de laagste prijs waarvoor verkopers het willen verkopen. Een kleiner verschil duidt op hogere liquiditeit. Periodes met een hoge bid-ask spread, en dus lagere liquiditeit, komen meestal overeen met onzekere tijden op de financiële markten (Figuur 9). Zo was er in maart 2020, aan het begin van de pandemie, een piek in de bid-ask spread van de 10-jaars DSL.

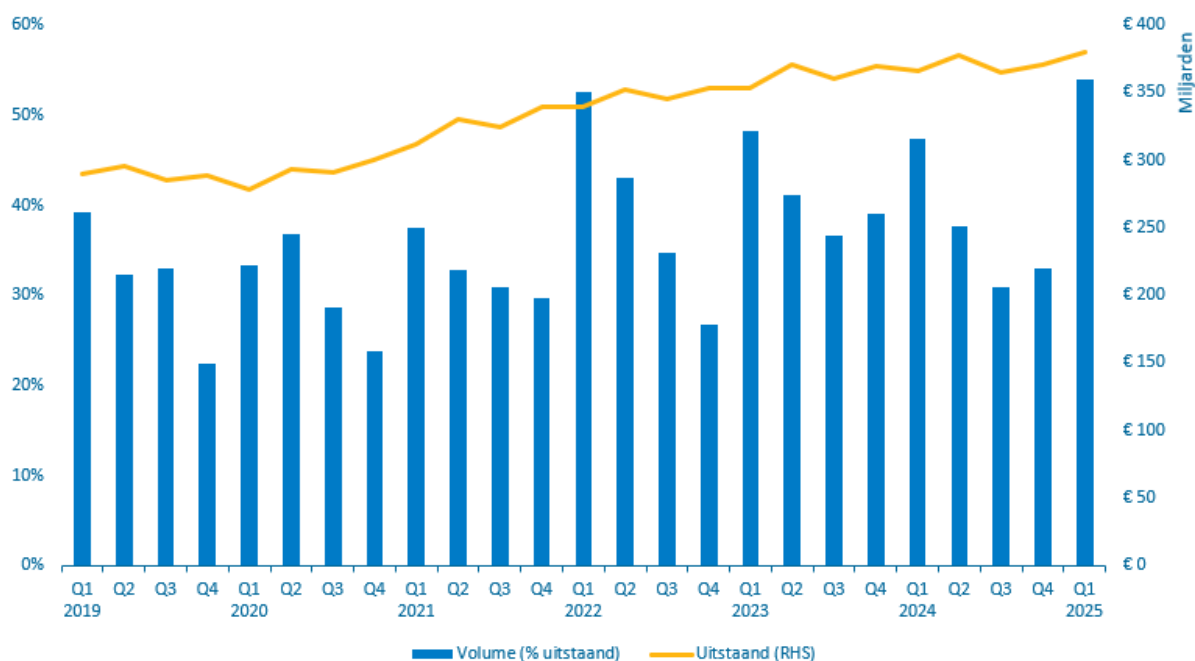
Figuur 9: 7-daags gemiddelde van beste 6-uur bid-ask spread (in centen) voor Nederlandse 10-jaars obligatie



Bron: DSTA

Het handelsvolume van Nederlandse staatsobligaties op de secundaire markt is in de afgelopen 5 jaar gestegen (Figuur 10). Deze betere verhandelbaarheid betekent dat grotere aan- en verkooporders gemakkelijker uitgevoerd kunnen worden, zonder dat het een substantieel effect op de prijs heeft. Het handelsvolume, uitgedrukt als percentage van de uitstaande schuld, is gestegen van gemiddeld 32% per kwartaal in 2019 naar 39% in 2024 (Figuur 10).

Figuur 10: Handelsvolume (rechteras) Nederlandse staatsobligaties op de secundaire markt via PD's (linkeras % van uitstaande schuld)



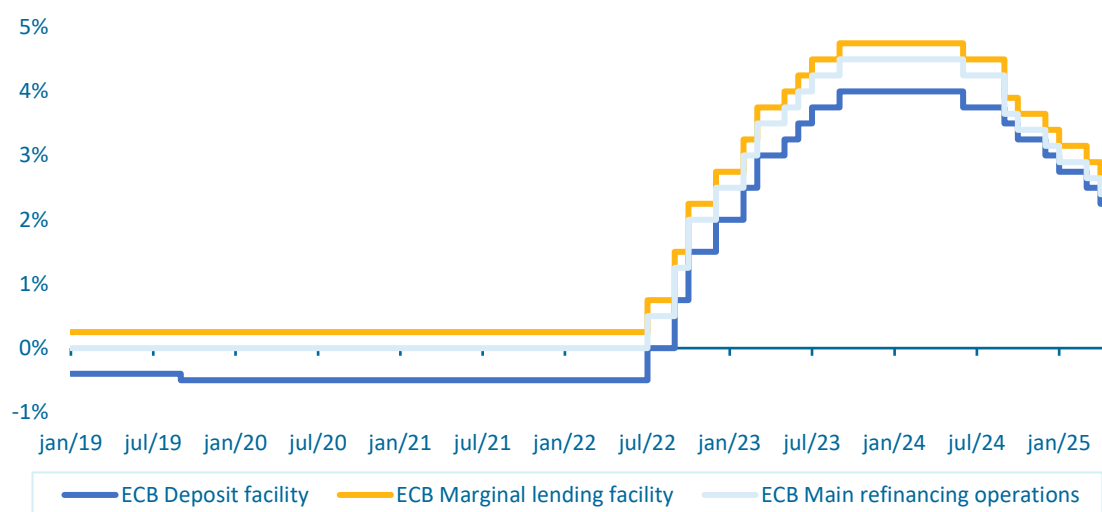
Bron: DSTA

2.4.12 Marktomstandigheden & externe ontwikkelingen

Monetair beleid

De ECB-beleidsrentes zijn het belangrijkste instrument om het monetair beleid te sturen (zie Figuur 11).⁴⁹ Dit beleid is erop gericht om prijsstabiliteit te behouden door te mikken op 2% inflatie op de middellange termijn. De middelste lijn in Figuur 12 is de 'main refinancing operations rate', de rente waarop financiële instellingen zich bij de ECB op weekbasis kunnen herfinancieren. Boven deze rente ligt de 'marginal lending facility' waartegen de ECB op dagbasis bereid is geld uit te lenen aan financiële instellingen. Aan de onderzijde is de 'deposit facility', met de rente die de ECB op dagbasis zal vergoeden op saldi gestald bij de ECB. Sinds 2022 is de ECB-beleidsrente flink verhoogd, waarna het vanaf medio 2024 weer is verlaagd.

Figuur 11: Beleidsrentes ECB



Bron: ECB

Na een periode van Quantitative Easing (QE) is de ECB sinds 2023 begonnen met het afbouwen van de balans, Quantitative Tightening (QT). Tussen 2015 en 2019 kochten centrale banken obligaties,⁵⁰ met als doel om de inflatie te verhogen richting de 2%.⁵¹ In maart 2020 kwam de ECB met het PEPP (pandemic emergency purchase programme) en in april 2020 met PELTROs (pandemic emergency longer-term refinancing operations) als reactie op de pandemie om de liquiditeit en stabiliteit op de geldmarkt te bewaken.⁵² In december 2021 werden deze opkoopprogramma's bevroren. Vanaf juli 2023 is besloten om het APP (Asset Purchase Programme) af te bouwen door aflossingen van leningen niet opnieuw te investeren. Vanaf eind 2024 wordt ook het PEPP langzaam afgebouwd. Onderzoek van de BIS wijst uit dat een verlaging van de centrale bank portfolio van staatsobligaties gepaard kan gaan met hogere rentes.⁵³

Rente op Nederlandse obligaties

De opgelopen rente op Nederlandse staatsobligaties valt samen met de hogere beleidsrente van de ECB (Figuur 12). De curve loopt iets vooruit op de beleidsrente omdat de verwachtingen over eventuele veranderingen worden ingeprijd. Sinds 2022 zijn de rentes op staatsobligaties sterk toegenomen van een negatieve rente naar maximaal 3,3% op de 10-jaars DSL medio 2023. Dit is

⁴⁹ [Key ECB interest rates \(europa.eu\)](https://www.europa.eu/key/inf/eng/interest_rates)

⁵⁰ [Asset purchase programmes \(europa.eu\)](https://www.europa.eu/asset_purchase_programmes)

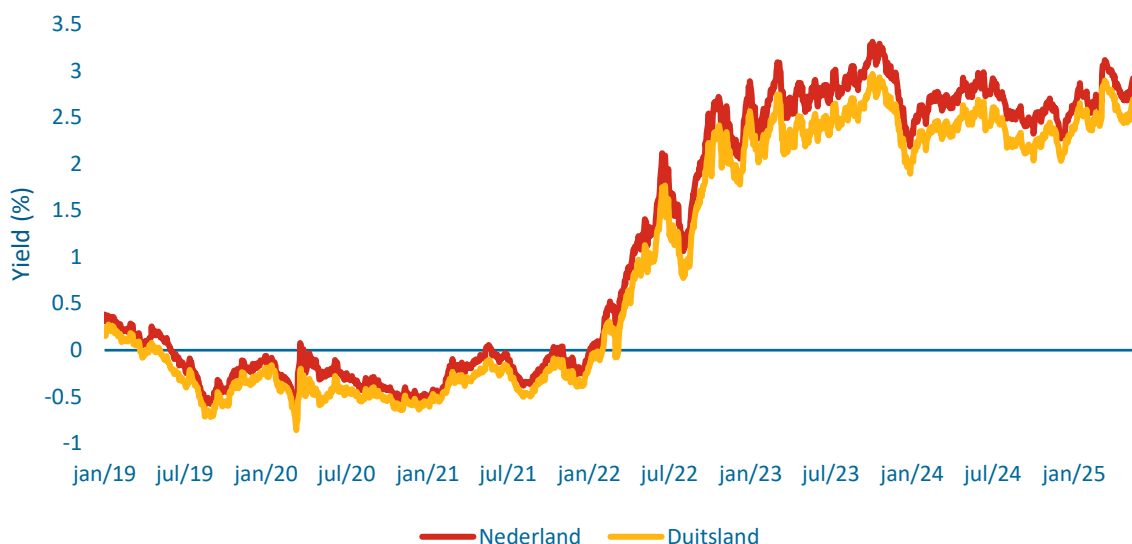
⁵¹ [The ECB's asset purchase programme: an early assessment \(europa.eu\)](https://www.europa.eu/the_ecbs_asset_purchase_programme_an_early_assessment)

⁵² [Pandemic emergency purchase programme \(PEPP\) \(europa.eu\)](https://www.europa.eu/pandemic_emergency_purchase_programme_pepp)

⁵³ [The demand for government debt \(bis.org\)](https://www.bis.org). De BIS schat in dat een verlaging van de centrale bank balans met 215 miljard USD kan leiden tot een stijging van de lange termijnrente met 10 basispunten.

een trend die ook in Duitsland is terug te zien. De rente loopt sinds eind 2023 weer terug omdat de verwachting was dat de piek van de inflatiestijgingen was bereikt, en de ECB de beleidsrente weer zou gaan verlagen.

Figuur 12: Rente op Nederlandse en Duitse 10-jaars staatsobligatie



Bron: DSTA, op basis van Bloomberg data

De spread ten opzichte van Duitsland is sinds begin 2022 gestegen van ongeveer 15 basispunten naar meer dan 30 basispunten (Figuur 13). Dit gebeurde na de inval van Rusland in Oekraïne en de sterk stijgende inflatie en toegenomen rentevolatiliteit. Met de onzekerheid aan het begin van de pandemie liep de spread ten opzichte van Duitsland ook op, deze keerde in de loop van 2020 echter weer terug naar het niveau van voor de pandemie.

Figuur 13: Spread van 10-jaars staatsobligatie van Nederland ten opzichte van Duitsland



Bron: DSTA, op basis van Bloomberg data

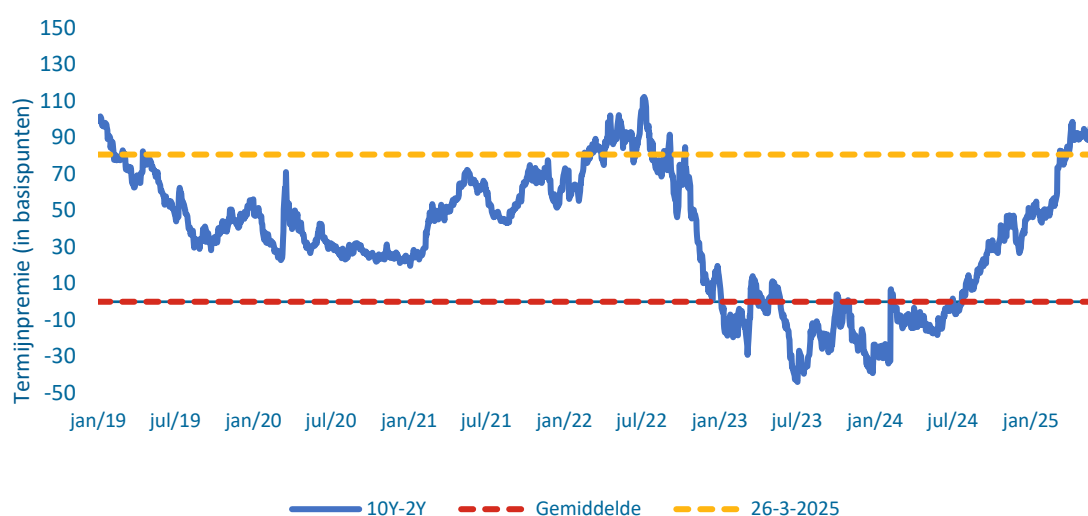
In de periode 2019-2024 heeft het verschil tussen de 10- en 2-jaarsrente geschommeld (Figuur 14). De termijnpremie is de compensatie die investeerders vragen voor het langer vastleggen van de rente en wordt benaderd door het verschil tussen de 10- en 2-jaarsrente.⁵⁴ Naast de termijnpremie wordt deze rente ook beïnvloed door verwachtingen over renteontwikkelingen in de

⁵⁴ Het verschil tussen de 2- en 10-jaarsrente wordt naast de termijnpremie ook beïnvloed door verwachtingen over renteontwikkelingen in de periode tussen $t+2$ en $t+10$.

periode tussen $t+2$ en $t+10$, waardoor de termijnpremie lastig te isoleren is. Normaliter is deze premie positief omdat een langere looptijd gepaard gaat met meer onzekerheid waarvoor een hogere vergoeding wordt geëist.

Monetair beleid heeft doorgaans een direct effect op de kortlopende rente. In 2021 werd de rentecurve steiler door verwachtingen van hogere economische groei, en daarmee mogelijk hogere inflatie en een hogere beleidsrente.⁵⁵ Halverwege 2022 begon de ECB met het verhogen van de beleidsrente. Dit had een sterker effect op de kortlopende rente dan op de langlopende rente, wat resulteerde in een vlakker rentecurve. In 2023 draaide de rentecurve zelfs om.⁵⁶ Vanaf 2024 leidde de dalende beleidsrente en QT ertoe dat het renteverskil weer positief werd. Eind 2024 lag het verschil tussen de 10- en 2-jaarsrente net boven het gemiddelde van de afgelopen 5 jaar.

Figuur 14: Termijnpremie (10Y-2Y) van Nederlandse staatsobligaties (2019-2024)



Bron: DSTA, op basis van Bloomberg data

Houderschap Nederlandse obligaties

Het aandeel van buitenlandse investeerders en de centrale bank (DNB) in Nederlandse staatsobligaties heeft gefluctueerd (Figuur 15). Het aandeel van DNB, categorie monetair, is van 25% gestegen naar 38% in Q4 2021 als resultaat van de aankoopprogramma's. Sindsdien is het aandeel van DNB gedaald naar 30% als gevolg van de afbouw van de balans. Deze dalende vraag heeft bijgedragen aan een hogere rente. Hier staat tegenover dat de toename van het aantal verhandelbare staatsobligaties de liquiditeit verhoogt, wat een drukkend effect heeft op de rente. Tegelijkertijd is het aandeel buitenslands houderschap toegenomen naar 46% in Q3 2024.

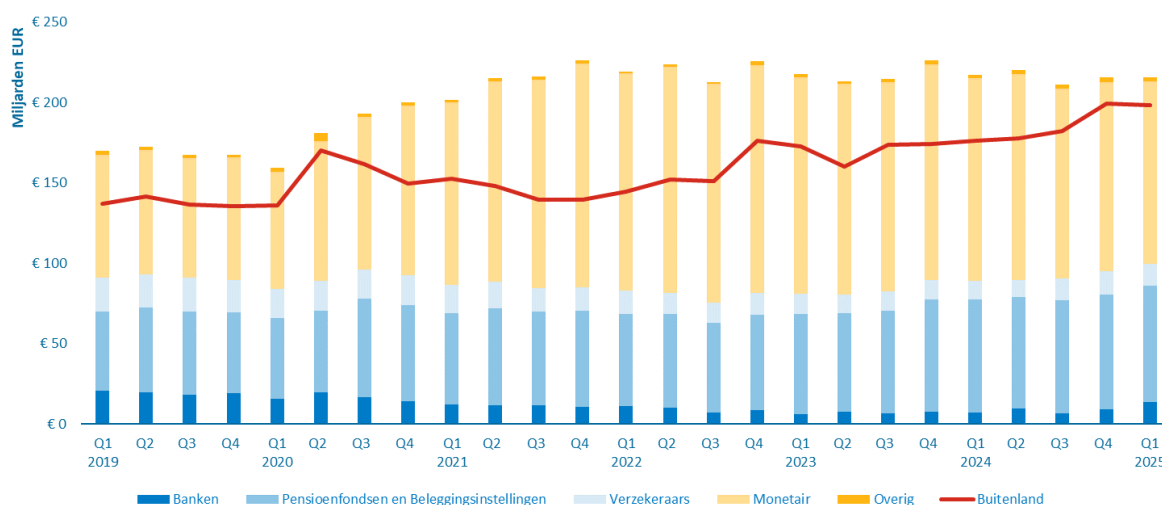
Buitenslands bezit van staatsobligaties kan bijdragen aan de diversificatie van de investeerdersbasis. Een groot aandeel buitenlandse investeerders kan echter ook risico's met zich meebrengen, tijdens crisissituaties hebben buitenlandse investeerders de neiging om sneller hun posities te verkopen.⁵⁷ Binnenlandse investeerders tonen in dergelijke situaties juist meer bereidheid om in te stappen, wat de stabiliteit kan ondersteunen.

⁵⁵ [Euro yield curve evolution and real long-term rates](#)

⁵⁶ [An inverted yield curve: why investors are watching closely](#)

⁵⁷ [Financial Stability Review, November 2024 \(europa.eu\)](#)

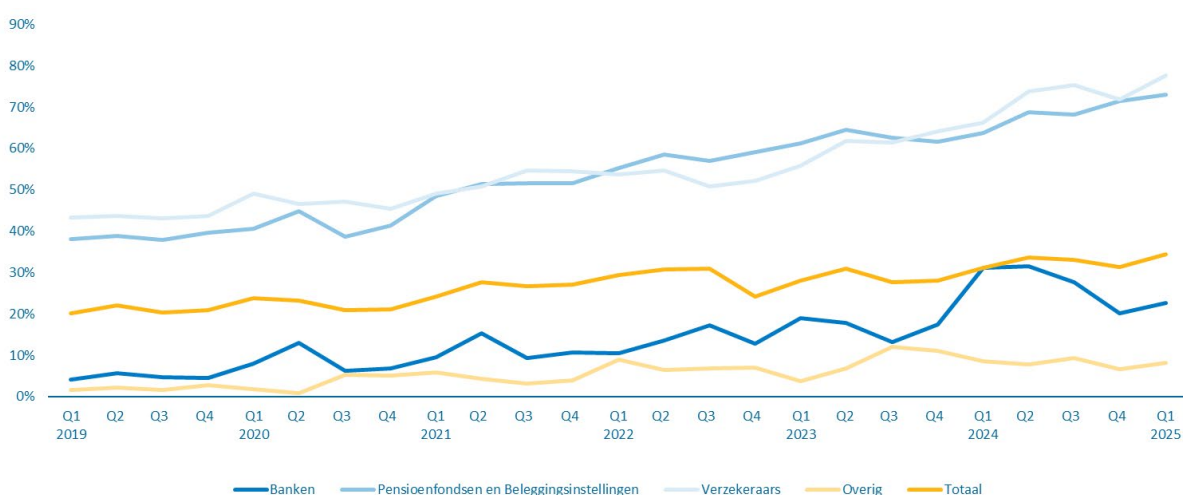
Figuur 15: Totaal volume van Nederlandse staatsleningen, uitgesplitst naar type investeerder



Bron: DNB

Er lijkt een verlengingstrend te zien in de verhouding van lange en korte obligaties die banken, pensioenfondsen en verzekeraars aanhouden (Figuur 16). Deze financiële instellingen houden momenteel relatief meer obligaties met langere looptijden aan dan in het eerste kwartaal van 2019. Voor banken steeg het aandeel langlopende staatsobligaties (>10 jaar) van 4% naar 28%, voor pensioenfondsen van 38% naar 68% en voor verzekeraars van 43% naar 75%. Dit is een aanzienlijk sterkere stijging dan in de uitgaven van het Agentschap, waar het percentage uitstaande obligaties met een langere resterende looptijd dan 10 jaar steeg van 20% in Q1 2019 naar 33% in Q3 2024.

Figuur 16: Aandeel staatsobligaties met looptijd boven 10 jaar in totaal Nederlands staatsobligatiebezit per type investeerder



Bron: DNB

2.5 Inkomsten en uitgaven

Onderzoeksvragen

- 6. Met welke kosten gaat het beleid gepaard, inclusief kosten op andere terreinen of voor andere partijen?
- 7. Wat is de onderbouwing van de kosten? Hoe zijn deze te relateren aan de componenten volume/gebruik en aan prijzen/tarieven?

Tabel 1: Uitgaven en ontvangsten artikel 11 (bedragen x 1 € miljoen)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Staatsschuld (bedragen x € 1 miljard)	317,6	359,4	371,8	405,0	406,6	417,0
Uitgaven	40.638	34.922	46.538	35.124	52.895	44.362
Opdrachten	16	16	16	20	22	22
Overige kosten	16	16	16	20	22	22
Rente	5.646	5.055	4.459	4.286	5.048	6.039
Rente vaste schuld	5.622	5.034	4.447	4.223	4.113	4.922
Rente vlottende schuld	-	-	-	-	870	1.057
Voortijdige beëindiging schuld	23	8	4	24	-	-
Voortijdige beëindiging derivaten	-	4	4	19	-	52
Rente derivaten kort	1	10	4	20	7	-
Rente derivaten lang	-	-	-	-	58	8
Leningen	34.976	29.851	42.063	30.818	47.825	38.302
Aflossing vaste schuld	30.053	29.851	16.543	30.818	31.699	38.302
Mutatie vlottende schuld	4.923	-	25.521	-	16.126	-
Ontvangsten	22.299	80.525	60.641	67.638	46.526	47.253
Rente	1.241	4.780	2.570	835	208	736
Rente vaste schuld	-	-	-	-	-	-
Rente vlottende schuld	146	234	212	33	207	225
Voortijdige beëindiging schuld	-	-	-	-	1	296
Rente derivaten lang	1.095	1.023	826	536	-	-
Rente derivaten kort	-	-	-	-	-	-
Voortijdige beëindiging derivaten	-	3.524	1.533	267	-	214
Leningen	21.058	75.745	58.071	66.801	46.318	46.517
Uitgifte vaste schuld	21.058	41.212	58.071	44.086	46.318	39.339
Mutatie vlottende schuld	-	34.533	-	22.715	-	7.178
Overige baten	0	0	0	1	0	0

Rente is zowel de belangrijkste bron van kosten als opbrengsten voor artikel 11 (Tabel 1). De totale uitgaven en ontvangsten bestaan voor het grootste deel uit aflossingen van bestaande

leningen (uitgaven) en aantrekken van nieuwe leningen (ontvangsten). Dit betreffen wel uitgaven en ontvangsten, maar zijn geen kosten. De belangrijkste kostenpost is de uitgekeerde rente die in 2022 het laagste punt bereikte met €4,3 miljard. Dit komt door de lagere rente die door herfinancieringen nog steeds doorwerkte in lagere rentelasten. In 2023 en 2024 zijn de rente-uitgaven gestegen door een toename van het rentepercentage en de schuld. In de periode 2019-2022 waren er ook positieve rente-inkomsten. Ten eerste waren er rente-inkomsten op de kortlopende schuld als gevolg van de negatieve rente. Ten tweede zijn sommige rentederivaten die vanwege de lage rente een positieve waarde hadden eenzijdig vroegtijdig afgewikkeld, wat tot positieve kasontvangsten leidde. Niet vroegtijdig afgewikkelde swaps zijn onderdeel van de reguliere rente uitgaven- en -ontvangsten, waaronder ongerealiseerde verliezen kunnen vallen. Bij de nog lopende rentederivaten zorgde het verschil tussen de vaste en variabele rente ervoor dat er per saldo rente-inkomsten waren.

Tabel 2: Uitsplitsing overige kosten artikel 11 (bedragen x 1 € mln)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Overige kosten schulduitgifte	16,0	16,2	16,3	20,5	22,0	21,7
Overig materieel	16,0	16,2	16,3	20,3	22,0	21,5
Provisie en kosten	15,6	15,5	15,5	19,6	20,9	20,6
Connection Fee	1,1	0,9	0,7	0,7	1,0	0,8
ICT i.v.m. Staatschuld	0,6	0,9	1,0	1,0	1,5	0,9
Provisie en kosten	13,1	12,9	13,2	17,1	17,2	17,1
Kosten betalingsverkeer	0,4	0,4	0,4	0,5	0,8	1,5
Noteringskosten	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Projectaangelegenheden	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0
Overige lasten	0,2	-	0,1	-	-	0,0
Kosten bankinstellingen	0,4	0,6	0,7	0,6	1,1	0,9
Incidentele baten en lasten	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2

Van de overige kosten vormen de betalingen aan de PD's de belangrijkste post (zie provisie en kosten in Tabel 2). De toegenomen financieringsbehoefte en de wens om de gemiddelde looptijd te verlengen zorgden voor een grotere financieringsbehoefte op de kapitaalmarkt. In 2022 en 2023 is daarom een extra DDA gehouden waardoor de kosten voor PD's toenamen. De kosten voor bankinstellingen worden geboekt binnen de overige kosten van artikel 11 maar betreffen kosten gerelateerd aan artikel 12 kasbeheer.

Tabel 3: Uitgaven op artikel 8 met betrekking tot artikel 11 (bedragen x 1 € mln)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Totaal kosten Agentschap Artikel 11	5,7	5,9	6,3	7,3	8,0	9,4
Personeel	4,7	5,1	5,8	6,7	6,9	8,1
Materieel ICT	0,8	0,7	0,4	0,5	1,0	1,1
Overig materieel	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2

De kosten op artikel 8 betreffen kosten voor personeel ten behoeve van artikel 11 (Tabel 3). Andere kosten bestaan uit uitgaven voor ICT-dienstverlening.

Ten slotte zijn er kosten van beleid op andere begrotingsartikelen die leiden tot rentelasten. Een voorbeeld is de verstrekte lening aan TenneT. De rente-ontvangsten van deze lening worden verantwoord op artikel 3 Financieringsactiviteiten publiek-private sector, terwijl de lasten onderdeel zijn van de rente-uitgaven op artikel 11. Anderzijds wordt een deel van de staatsschuld

gefinancierd middels het Schatkistbankieren, zoals beschreven in hoofdstuk 2.4.8. De rentelasten die hiermee gepaard gaan worden verantwoord op artikel 12 Kasbeheer.

Opportunitetskosten non-competitive optie

Als onderdeel van het beloningsbeleid biedt het Agentschap bij tapveilingen een non-competitive optie aan primary dealers. Deze optie biedt primary dealers de mogelijkheid om gedurende drie dagen na de veiling extra schuld papier af te nemen tegen de gemiddelde prijs die is vastgesteld tijdens de veiling. Het uitgeven van een non-competitive optie brengt opportunitetskosten met zich mee. Bij het uitoefenen van de non-competitive optie wordt immers schuld papier uitgegeven tegen een prijs die in de regel lager is dan de op dat moment geldende marktprijs. Hier staan echter ook kostenvoordelen en andere voordelen tegenover.

De opportunitetskosten bedroegen in de periode 2019-2024 gemiddeld €436.782 per miljard euro aan uitgegeven schuld.⁵⁸ Tegenover deze opportunitetskosten staan verschillende voordelen. Ten eerste zijn primary dealers bij deze tapveilingen bereid een hogere prijs te betalen. Dit leidt tot lagere rentekosten; deze lagere kosten zijn echter niet goed te isoleren en daarmee kwantificeren. Ten tweede stimuleert de non-competitive optie de bereidheid van primary dealers om deel te nemen aan veilingen. Ten derde bevordert de inrichting van het beloningsbeleid (zie ook paragraaf 2.4.5) concurrentie tussen primary dealers en de liquiditeit van Nederlandse staatsobligaties. De hoeveelheid non-competitive optie (variërend van 9% tot 22% van de afname bij de veiling) wordt namelijk bepaald aan de hand van een ranglijst die gebaseerd is op het verhandelde volume op de secundaire markt en de quoteerscore. Een primary dealer moet daarnaast minimaal 3% van het totale geveilde volume afnemen om in aanmerking te komen voor de non-competitive optie.

⁵⁸ Dit is gebaseerd op daadwerkelijke uitoefening van het optierecht (ex-post) en niet op de waardering van de optie voor uitoefening (ex-ante).

3. Eerder uitgevoerd onderzoek

Onderzoeksvragen

- 8. Welke evaluaties (met bronvermelding) zijn uitgevoerd, op welke manier is het beleid geëvalueerd en om welke redenen?
- 9. Uit welke beleidsonderdelen bestaat het beleid? Welke beleidsonderdelen zijn (nog) niet geëvalueerd? Inclusief uitleg over de mogelijkheid en onmogelijkheid om de doeltreffendheid en de doelmatigheid van het beleid in de toekomst te evalueren.

De vorige beleidsdoorlichting uit 2019 concludeerde dat het Agentschap in de periode 2016-2019 heeft voldaan aan de doelstelling van artikel 11 en dat het beleid doeltreffend en doelmatig is geweest.⁵⁹ De doorlichting bevatte vijf aanbevelingen:

- Maak expliciet wat de (maximale) risicobereidheid is van het Rijk ten aanzien van schuldmanagement en kies een risico-indicator die deze risicobereidheid meet.
- Houd rekening met de afhankelijkheid tussen het renterisicokader en het financieringsbeleid
- Houd de transparantie en consistentie op het huidige hoge niveau door zowel de markt als het publiek op de huidige wijze te blijven informeren. Laat tegelijkertijd ruimte voor flexibiliteit in het financieringsbeleid. Prioriteer bij een teruglopende financieringsbehoefte welke staatsleningen uitgegeven moeten worden en welke niet.
- Overweeg de liquiditeit van Nederlands schuldpapier meer op continue basis te monitoren aan de hand van meer verschillende indicatoren.
- Blijf waken voor een te grote afhankelijkheid van swaps. Blijf tegelijkertijd swaps als een valide instrument beschouwen voor het bijsturen van renterisico's wanneer het bijsturen met alleen schulduitgiften niet wenselijk wordt geacht, bijvoorbeeld om liquiditeits- en/of consistentieredenen. Streef daarbij een zo efficiënt mogelijke uitvoering van de te volgen swapstrategie na.

Het grootste deel van de aanbevelingen uit recente evaluaties zijn opgevolgd; een aantal relevante aanbevelingen uit de beleidsdoorlichting 2019 staan nog open. De aanbeveling over de risicobereidheid is opgevolgd door per relevante risicocategorie voor artikel 11 (e.g., valutarisico, liquiditeitsrisico en renterisico) een risicobereidheid vast te stellen. Er is besloten om geen expliciete maximale risicobereidheid te formuleren. De aanbeveling over een efficiënte uitvoering van de swapstrategie is nog actueel.

In 2021 en 2023 hebben interne evaluaties van het renterisicokader plaatsgevonden. De doelstelling van de eerste evaluatie uit 2021 was het evalueren van de renterisico's in de voorgaande twee jaar o.b.v. het toenmalige renterisicokader. In 2023 is het renterisico met betrekking tot de optimale looptijd op de geldmarkt geëvalueerd. Van de interne evaluatie uit 2021 zijn alle aanbevelingen opgevolgd, zoals een structurele verlaging van de limiet op het RRB naar 25% en verlenging van de gemiddelde looptijd van de portefeuille naar minimaal 8 jaar. Deze aanbevelingen zijn uitgevoerd en kenbaar gemaakt in de *Outlook* van 2022.⁶⁰ Bovendien is de aanbeveling opgevolgd om de looptijddoelstelling voor aankomend kalenderjaar expliciet vast te

⁵⁹ 2019 – Beleidsdoorlichting artikel 11: Financiering Staatsschuld

⁶⁰ *Outlook 2022* | Publicatie | DSTA.nl

stellen in de *Outlook* (2022, 2023,⁶¹ 2024⁶² en 2025⁶³). Ook wordt de RRB- en looptijdontwikkeling regelmatig gemonitord door de indicatoren RRB en looptijd dagelijks te berekenen zodat er snel bijgestuurd kan worden wanneer de doelstellingen in gevaar komen. Tot slot worden de RRB en gemiddelde looptijd op kwartaalbasis gerapporteerd in de maandrapportage.⁶⁴

De aanbeveling uit de interne evaluatie uit 2023 om te onderzoeken of de mediane looptijd als interne risico indicator toegevoegde waarde heeft is nog niet opgevolgd vanwege andere prioriteiten. Daarnaast zijn de aanbevelingen opgevolgd om een aanbevelingenregister met status van opvolging te maken en om 30-jaarsscenario's van de ontwikkeling van rentekosten toe te passen. Ook is het derivatenbeleid opnieuw vastgesteld waarbij de mogelijkheid is behouden om de afgesloten rente op geldmarkttransacties te swappen naar een referentie daggeldrente. Tot slot is de aanbeveling om te onderzoeken of de term renterisicobedrag aangepast dient te worden opgevolgd, dit blijft hetzelfde.

⁶¹ [Outlook 2023 | Publicatie | DSTA.nl](#)

⁶² [Outlook 2024 | Publicatie | DSTA.nl](#)

⁶³ [Outlook 2025 | Publicatie | DSTA.nl](#)

⁶⁴ [Maandrapportages Staatsschuld | Nieuws & publicaties | DSTA.nl](#)

4. Doeltreffendheid en doelmatigheid

Onderzoeksvragen

- 10. Maakt het beschikbare onderzoeksmateriaal uitspraken over de doeltreffendheid en de doelmatigheid van het beleidsterrein mogelijk?

In haar rapport oordeelt SEO dat het beschikbare onderzoeksmateriaal uitspraken over de doeltreffendheid en doelmatigheid van het beleidsterrein mogelijk maakt.⁶⁵

4.1 Beoordeling van de doeltreffendheid

Onderzoeksvragen

- 11. Wat zijn de doelen van het beleid en de beschikbare instrumenten? Zijn de doelen van het beleid en de beschikbare instrumenten gerealiseerd?
- 12. Is het beleid voldoende doeltreffend geweest? Zijn er positieve en/of negatieve neveneffecten?

SEO heeft een beschrijving gemaakt van de doelen van het beleid en de beschikbare instrumenten die overeenkomt met de beleidstheorie uit hoofdstuk 2.3 van dit rapport. Volgens een analyse van de indicatoren voor de output van de beleidstheorie is het beleid voldoende doeltreffend geweest.

Het rapport van SEO noemt dat het Agentschap zich in de bestudeerde periode heeft gecommitteerd aan de gecommuniceerde afspraken, en dat het extern gecommuniceerde financieringsbeleid bijdraagt aan de voorspelbaarheid van schulduitgiften. Hiermee is de kernwaarde consistentie gewaarborgd. Daarnaast concludeert SEO dat het Agentschap voldoende transparant is over haar beleid. Dit omvat bijvoorbeeld de informatievoorziening over het veilingproces, de communicatie met PD's, aankondigingen van veilingen evenals de publicatie van veilingresultaten en de uitstaande schuld. SEO beschrijft dat het Agentschap door marktpartijen als zeer transparant en consistent wordt gezien.

Ook wordt geconstateerd dat het beleid van het Agentschap een positieve bijdrage heeft op de liquiditeit van de uitstaande schuld, wat leidt tot lagere rentekosten. De mate van flexibiliteit is toegenomen, maar uit het kwantitatieve onderzoek is niet gebleken dat dit nadelige gevolgen heeft gehad voor de rentelasten. Tot slot wordt geconcludeerd dat het renterisico adequaat beheerst is.

Er wordt geconcludeerd dat positieve neveneffecten overheersen ten opzichte van de negatieve. Een positief neveneffect betreft dat door de schulduitgifte van het Agentschap langlopend, veilig schuld papier beschikbaar wordt gesteld. Het bestaan van dergelijk schuld papier draagt bij aan een

⁶⁵ In de hoofdstukken 4, 5 en 6 wordt verwezen naar het onderzoek *Analyse doeltreffendheid en doelmatigheid van financiering staatsschuld, SEO*. De fragmenten die we hier opnemen vat de bevindingen uit dat rapport samen. Meer details zijn te vinden in het rapport van SEO.

goed functionerend financieel systeem. Het negatieve neveneffect van een mogelijke feedbackloop tussen banken en de overheid is voor Nederland beperkt.

4.2 Beoordeling van de doelmatigheid

Onderzoeksvragen

- 13. Is het beleid voldoende doelmatig geweest? Wat zijn de kosten en baten?

Het externe onderzoek concludeert dat het beleid doelmatig is geweest. De kosten bestaan met name uit de rentekosten en in mindere mate overige kosten (zie Tabel 1 en 2). Wat betreft de overige kosten wordt er gesteld dat verlaging van de vergoedingen voor PD's, de grootste post van de overige kosten, ten koste zal gaan van de liquiditeit.

5. Mogelijke verbeteringen

Onderzoeksvragen

- 14. Welke maatregelen kunnen worden genomen om de doelmatigheid en doeltreffendheid verder te verhogen?

Het externe onderzoek somt negen aanbevelingen op om de doeltreffendheid en doelmatigheid te verbeteren:

1. Verhelder het proces rond wijzigingen van het RRB en de looptijd.
 - a. Het advies van SEO is om te zorgen voor een helder besliskader en een achterliggend besluitvormingsproces waarbij de voor- en nadelen van wijzigingen telkens op vergelijkbare wijze worden afgewogen.
2. Behoud de huidige waarde van flexibiliteit, maar houd oog voor mogelijk opportunisme.
3. Onderzoek verder waarom de liquiditeit van de secundaire markt lijkt te zijn verslechterd.
4. Houd rekening met schatkistbankieren bij het vaststellen van de looptijd en het RRB.
5. Evalueer het effect van wijzigingen in beloningssystematiek en creëer meer transparantie over de geaggregeerde waarde.
6. Consolideer de veelheid aan beleidsdocumenten die beleid documenteren.
7. Zorg ervoor dat de inzet van rentederivaten voor het bijsturen van de looptijd niet alleen een papieren mogelijkheid wordt.
8. Evalueer de introductie van groene obligaties.
9. Ga door met de professionalisering van het bredere risicomanagement bij het Agentschap, blijf daarbij ook oog hebben voor het operationele risico.

Onderzoeksvragen

- 15. In het geval dat er significant minder middelen (-/- 20% van de middelen) beschikbaar zijn op het beleidsartikel, welke beleidsopties zijn dan mogelijk?

Bij een periodieke rapportage is het uitgangspunt dat wordt beschreven hoe de middelen doelmatiger kunnen worden besteed door middel van een besparing van 20 procent van het beschikbare budget. In dit geval is dat bij uitzondering niet mogelijk, omdat het onderzoek concludeert dat een besparing van 20% op de rentekosten grotendeels buiten de invloedssfeer van het Agentschap ligt. Zo volgen de rentekosten voornamelijk uit de rente die op de markt geldt en de financieringsbehoefte van de overheid. Het structureel verlagen van deze kosten vraagt dus om een prudenter begrotingsbeleid, zodat het EMU-saldo (en daarmee de schuld) gunstiger uitvalt. Rentekosten kunnen – bij een oplopende rentecurve – verlaagd worden door de looptijd van de schuld te verlagen. Dit zal echter leiden tot hogere rente- en herfinancieringsrisico's.

Het besparen van 20% op de overige kosten is technisch gezien mogelijk, maar zou negatieve neveneffecten hebben naar het oordeel van SEO. Het verlagen van de beloningen van PD's zal waarschijnlijk de liquiditeit van obligaties verlagen. Besparingen van 20% op andere overige kosten zal ofwel de efficiëntie schaden of de operationele risico's doen toenemen.

6. Conclusie

Het Agentschap kijkt terug op een periode waarin het financieringsbeleid en renterisicokader hebben bijgedragen aan het doeltreffend en doelmatig financieren van de staatsschuld. De evaluatieperiode (2020-2025) is veelbewogen geweest door de coronapandemie, oplopende rentes en een stijging van de nominale schuld. Het financieren van de staatsschuld is in deze periode telkenmale gelukt, waarbij zowel de kosten als het risico voor de begroting beheerst zijn gebleven. Tegelijkertijd geeft het externe onderzoeksbureau het Agentschap negen aanbevelingen waar zij ruimte zien voor verbetering. De kabinetsreactie bevat een appreciatie van de aanbevelingen.