

Vergaderjaar 2021–2022

**21 501-07**

**Raad voor Economische en Financiële Zaken**

**Nr. 1869**

## **BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN**

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 4 juli 2022

Tijdens de Algemene Financiële Beschouwingen (AFB) van 8 (Handelingen II 2017/18, nr. 19, items 4 en 7) en 9 november 2017 (Handelingen II 2017/18, nr. 20, items 4, 6, 8 en 16) is door mijn voorganger toegezegd uw Kamer jaarlijks te informeren over de risico's die de Nederlandse staat loopt in het kader van het monetaire beleid van de Europese Centrale Bank (ECB). Voor deze jaarlijkse update heb ik het jaarverslag van zowel de ECB als DNB afgewacht.<sup>1</sup>

Ik hecht eraan om te benadrukken dat de ECB en de nationale centrale banken, waaronder DNB, die samen het Eurosysteem vormen onafhankelijk zijn. In deze brief geef ik een overzicht van de belangrijkste programma's die de ECB sinds 2008 heeft geïmplementeerd. Vervolgens geef ik een overzicht van de mate waarin Nederland aan deze programma's is blootgesteld. Tot slot geef ik een overzicht van de risico's voor DNB als gevolg van ECB-programma's.

De jaren vóór de coronacrisis lag de inflatie in het eurogebied lang onder de inflatiedoelstelling van de ECB. Zo bedroeg de inflatie in het eurogebied in 2011–2019 gemiddeld 1,3% per jaar (in Nederland 1,7% per jaar). In reactie op de lage inflatie verruimde de ECB het monetaire beleid door middel van een sterke verlaging van de beleidsrentes (tot –0,5%) en de start van verschillende opkoopprogramma's. Bij het uitbreken van de coronacrisis in 2020 ontstond allereerst mondiaal een neerwaartse prijsdruk door vraaguitval als gevolg van fundamentele onzekerheid en contactbeperkingen. In het eurogebied was hierdoor in 2020 op enig moment zelfs sprake van negatieve inflatie. Sinds 2021 is mondiaal echter een sterke oploop van de inflatie zichtbaar, mede gedreven door sterk oplopende energieprijzen en verstoringen in mondiale waardeketens.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Jaarverslag DNB en ECB: <https://www.dnb.nl/naar-een-nieuw-evenwicht-jaarverslag-2021/naar-een-nieuw-evenwicht/> en <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/index.en.html>.

<sup>2</sup> Kamerstuk 35 925 IX, nr. 20.

De oorlog in Oekraïne heeft geleid tot een verdere stijging van de inflatie, met name gedreven door verder oplopende energieprijzen, maar ook veel andere goederen en diensten kennen op dit moment sterke prijsstijgingen. De ECB raamt de inflatie voor het eurogebied nu op 6,8% in 2022, 3,5% in 2023 en 2,1% in 2024. In reactie op de sterk toegenomen inflatie heeft de ECB haar opkoopprogramma's gestopt en op 9 juni jl. kondigde de ECB aan voornemens te zijn de rente in juli met 0,25%-punt te verhogen, en de rente verder te verhogen in september.

Na afloop van een spoedoverleg van de governing council heeft de ECB op 15 juni bekendgemaakt versneld een nieuw anti-fragmentatie instrument te gaan ontwikkelen om op te treden tegen oplevende fragmentatierisico's die kunnen leiden tot ongelijke transmissie van het monetair beleid. Daarnaast gaat de ECB de opbrengsten van aflopende staatsobligaties onder het pandemic emergency purchase programme (PEPP) waar nodig flexibel herinvesteren om fragmentatierisico's tegen te gaan. De ECB stelt dat het nieuwe instrument financiële fragmentatie tussen eurolanden zou moeten tegengaan en ervoor moet zorgen dat het monetaire beleid gelijkmatig wordt doorgegeven aan alle eurolanden zodat de ECB haar primaire doelstelling van handhaving van de prijsstabiliteit kan nastreven. Het is echter nog niet bekend hoe dit instrument zal worden vormgegeven.

Tijdens de vergadering van de Eurogroep van 16 juni jl. heb ik de president van de ECB bevestigd over de mogelijke vormgeving van het nieuwe instrument.<sup>3</sup> President Lagarde gaf aan dat het doel van het instrument is om het monetaire transmissiemechanisme goed te laten werken (d.w.z. een gelijkmatige doorwerking van het monetaire beleid naar alle eurolanden) en niet om oplopende renteversillen (spreads) tussen eurolanden tegen te gaan die het gevolg zijn van onderliggende economische kenmerken van landen. De Minister-President heeft na afloop van de Europese Raad van 23-24 juni jl. benadrukt dat het de verantwoordelijkheid van lidstaten is om zorg te dragen voor deze onderliggende economische kenmerken.

## **1. Beschrijving programma's ECB**

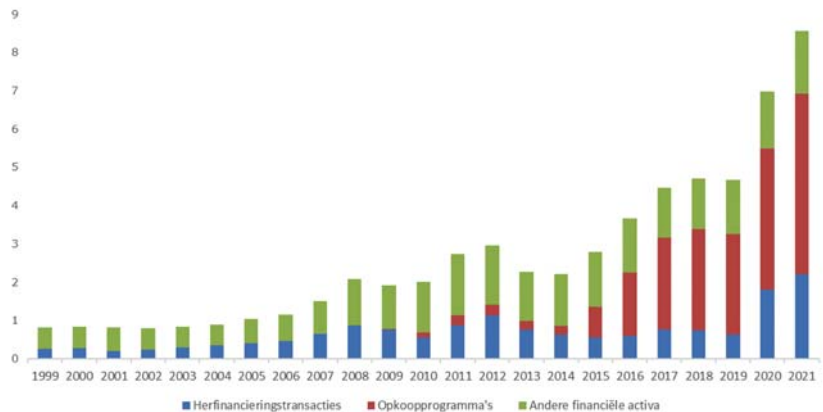
De ECB heeft als mandaat het handhaven van prijsstabiliteit in de eurozone. Sinds 2003 werd prijsstabiliteit gedefinieerd als inflatie tussen de 0 en 2%. Binnen deze definitie streefde de ECB naar een inflatie van onder, maar dichtbij de 2%. In de zomer van 2021 heeft de ECB een nieuwe strategie aangenomen en is de definitie en doelstelling samengenomen in één inflatiedoel van 2% op de middellange termijn. Het nieuwe doel is daarmee symmetrisch. Dit betekent dat de ECB, afwijkingen naar boven of naar beneden even ongewenst acht. Het vaststellen van de beleidsrentes is één van de belangrijkste instrumenten die de ECB inzet om haar doelstelling naar te streven. In recente jaren heeft de ECB daarnaast een aantal nieuwe instrumenten ingezet. Enkele daarvan richten zich specifiek op het versterken van de monetaire transmissie, om ervoor te zorgen dat het monetaire beleid gelijkmatig doorwerkt naar de financiële omstandigheden voor de gehele eurozone.

In 2020 heeft de ECB, als reactie op de uitbraak van COVID-19 tijdelijk aanvullende beleidsmaatregelen genomen. Als gevolg hiervan bereikte de balans van het Eurosysteem eind 2021 een omvang van € 8,6 biljoen, een toename van 23% (€ 1,6 biljoen) ten opzichte van eind 2020. Eind 2021 bedroegen de monetair beleid gerelateerde activa € 6,9 biljoen, dat is 81%

<sup>3</sup> Verslag Eurogroep en Ecofinraad 16 en 17 juni 2022, kwartaalrapportage lopende EU-wetgevingsonderhandelingen en non-papers in het kader van het voorstel voor een richtlijn voor herstel en afwikkeling van verzekeraars (Kamerstuk 21 501-07, nr. 1864).

van de totale activa op de balans van het Eurosysteem. De met het monetair beleid verband houdende activa omvatten herfinancieringstransacties (26% van de totale activa) en voor monetair beleidsdoeleinden aangekochte activa (55% van de totale activa). Andere financiële activa op de balans bestaan hoofdzakelijk uit door het Eurosysteem aangehouden vreemde valuta's, goud, en niet-monetairbeleidsportefeuilles in euro (zie figuur 1).

**Figuur 1: Geconsolideerde balans Eurosysteem EUR bjn.**



Bron: ECB Annual consolidated balance sheet of Eurosystem

Onderstaand wordt een overzicht gegeven van de verschillende beleidsmaatregelen en programma's van de ECB in chronologische volgorde. Tabel 1 geeft een overzicht van de totale boekwaarde van elk van deze maatregelen op de balans van het eurosysteem.

### **Herfinancieringstransacties**

Het Eurosysteem<sup>4</sup> voorziet de eurozone in liquiditeit via herfinancieringstransacties<sup>5</sup>. Via de main refinancing operations (MRO) voorziet het Eurosysteem in liquiditeit voor één week en via longer-term refinancing operations (LTRO) in liquiditeit voor 3 maanden of langer. Voor beide regelingen wordt de liquiditeit gedekt door onderpand.

#### *Uitbreiden herfinancieringstransacties met (Targeted) Longer-Term Refinancing Operations ((T)LTRO)*

Om banken van extra liquiditeit te voorzien en om de kredietverlening te stimuleren ging de ECB eind 2011 over op Longer-Term Refinancing Operations (LTRO)<sup>6</sup>, een serie langetermijnfinancieringstransacties voor banken van 3 maanden tot 3 jaar. In 2014, 2016 en 2019 ging de ECB over op een serie Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO I, TLTRO II en TLTRO III)<sup>7</sup>. Het verschil van TLTRO met LTRO is dat de looptijd ook 4 jaar kan bedragen en dat de TLTROs additionele prikkels bevatten om specifiek kredietverlening aan niet-financiële bedrijven en huishoudens (excl. hypotheekleningen) te stimuleren.

<sup>4</sup> Het Eurosysteem bestaat uit de Europese Centrale Bank en de nationale centrale banken in de eurozone, waaronder DNB.

<sup>5</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>.

<sup>6</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111208\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html).

<sup>7</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html>.

Op 10 december 2020 besloot de ECB de voorwaarden van TLTRO-III verder te herkalibreren. De ECB besloot met name de periode waarin gunstigere voorwaarden golden te verlengen met twaalf maanden, tot juni 2022. Om hiervoor in aanmerking te komen, moesten banken hun leningenboek tenminste constant houden over de periode van oktober 2020 tot en met december 2021. Tevens zijn er drie aanvullende transacties uitgevoerd tussen juni en december 2021. Bovendien heeft de ECB besloten het totaalbedrag dat banken via TLTRO-III-transacties konden lenen, te verhogen van 50 procent tot 55 procent van de stand van hun in aanmerking komende leningen. De bovengenoemde gunstige voorwaarden van het TLTRO-III programma zijn in juni 2022 geëindigd.

#### *Uitbreiden herfinancieringstransacties met Pandemic Emergency Longer-term Refinancing Operation (PELTRO)*

Per 20 mei 2020 kwam een nieuwe faciliteit van langlopende leningen voor banken beschikbaar. Deze zogenaamde Pandemic Emergency Longer-term Refinancing Operations (PELTRO) bestond uit zeven herfinancieringstransacties. Het rentetarief lag 25 basispunten onder het gemiddelde MRO-tarief (momenteel 0%). De leningen liepen af tussen juli en september 2021. Op 10 december 2020 heeft de ECB besloten om in 2021 vier extra PELTRO-operaties aan te bieden. De vier herfinancieringstransacties zijn per kwartaal aangeboden en hebben elk een looptijd van een jaar. Deze PELTRO's dienden als liquiditeitsachtervang voor een soepele werking van de geldmarkt tijdens de pandemie. Alle PELTRO-leningen hebben in 2021 het einde van de looptijd bereikt.

Er staat per 6 mei 2022 onder herfinancieringstransacties voor EUR 2.198 mrd. (excl. swap-line USD-financiering) op de balans van het Eurosysteem.<sup>8</sup>Dit bedrag omvat zowel de reguliere herfinancieringsoperaties als de (T)LTROs.

#### **Covered Bonds Purchase Programme (CBPP)**

Het Eurosysteem startte in 2009 met de aankoop van gedekte obligaties via een eerste zogenaamd Covered Bonds Purchase Programme van in totaal EUR 60 mrd.<sup>9</sup>Dit programma diende om deze belangrijke financieringsmarkt voor banken te ondersteunen. De activa werden tot het einde van de looptijd aangehouden. In november 2011 volgde CBPP2 en in oktober 2014 CBPP3. Er staat per medio juni 2022 onder CBPP3 voor EUR 301 mrd. op de balans van het Eurosysteem, waarbij sinds november 2019 weer netto-aankopen plaatsvinden. Voor de afgeronde programma's CBPP1 en CBPP2 staat per medio juni 2022 respectievelijk nog EUR 14 en EUR 232 mln. op de balans van het Eurosysteem, waarbij geen netto-aankopen of herinvesteringen meer plaatsvinden.<sup>10</sup>

#### **Securities Markets Programme (SMP)**

In mei 2010 startte de ECB het Securities Markets Programme om slecht functionerende delen van de staatsobligatiemarkt in de eurozone te voorzien van liquiditeit met het uiteindelijke doel om de monetaire transmissie te ondersteunen. In deze markten was destijds sprake van verhoogde stress. Deze aankopen werden gesteriliseerd, een proces waarbij het Eurosysteem de geldmarkt weer verkrapte met hetzelfde bedrag als er aan aankopen gedaan waren. Onder het SMP werden uiteindelijk staatsobligaties van vijf lidstaten (Griekenland, Portugal,

<sup>8</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>.

<sup>9</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090604\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090604_1.en.html).

<sup>10</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>.

lerland, Spanje, Italië) aangekocht. Het SMP werd beëindigd in 2012. Door het aflopen van obligaties neemt het volume van obligaties onder SMP elk jaar af. Op het hoogtepunt van het SMP stond er voor ca. EUR 209 mrd. aan staatsobligaties<sup>11</sup> uit naam van het SMP op de balans van het Eurosysteem. Per medio juni 2022 is dit nog EUR 3,3 mrd.<sup>12</sup>

### ***Outright Monetary Transactions (OMT)***

In het najaar van 2012 lanceerde de ECB het Outright Monetary Transactions (OMT) programma.<sup>13</sup> Dit volgde op de bekende speech van toenmalig ECB-President Draghi waarin hij aangaf dat de ECB binnen haar mandaat *whatever it takes* zal doen om de euro te behouden. Het doel van (de aankondiging van) OMT was het herstellen van prijsvorming op markten voor staatsobligaties. Deze prijsvorming werd volgens de ECB verstoord door oplopende risicopremies gerelateerd aan het gebrek aan vertrouwen in de euro. Volgens de ECB is een noodzakelijke voorwaarde voor OMT een strikte en doeltreffende voorwaardelijkheid gekoppeld aan een passend EFSF/ESM-programma. Dergelijke programma's kunnen de vorm aannemen van een volledig EFSF/ESM macro-economisch aanpassingsprogramma of een op voorzorg gericht programma (kredietlijn tegen verscherpte voorwaarden – Enhanced Conditions Credit Line), op voorwaarde dat zij de mogelijkheid bieden tot EFSF/ESM-aankopen op de primaire markt. Onder OMT kan het Eurosysteem gericht staatsobligaties aankopen met een looptijd van 1 tot 3 jaar. De aankondiging van OMT leidde tot een sterke daling van rentes op staatsobligaties, met name voor landen waarvan de rentes sterk waren opgelopen. Onder OMT zijn tot dusver nooit aankopen gedaan.

### ***Asset Backed Securities Purchase Programme (ABSPP)***

In november 2014 lanceerde de ECB het Asset Backed Securities Purchase Programme (ABSPP)<sup>14</sup> waarbij securitisaties worden aangekocht. Het ABSPP stimuleert volgens de ECB het uitgeven van extra securitisaties en daarmee kredietverlening. Dit heeft een stimulerende werking voor de economie en geeft opwaartse druk op de inflatie. Er stond per medio juni 2022 onder het ABSPP voor EUR 26 mrd. op de balans van het Eurosysteem, waarbij herinvesteringen plaatsvinden bij aflossingen van securitisaties aangekocht onder het ABSPP.

### ***Asset Purchase Programme (APP)***

Het meest bekende programma van het Eurosysteem is het Asset Purchase Programme (APP). In maart 2015 werd het Public Sector Purchase Programme (PSPP) gelanceerd, waaronder publieke obligaties worden aangekocht, met name staatsobligaties. Ik zal hier verderop in deze brief nader op in gaan. Het PSPP werd direct onderdeel van het overkoepelende APP, samen met het CBPP3 en het ABSPP. Sindsdien wordt vaak gesproken over kwantitatieve verruiming of Quantitative Easing (QE). Later is ook het Corporate Sector Purchase Programme (CSPP) gestart en tevens onderdeel geworden van het APP. Het totaalbedrag dat uitstaat binnen het APP komt per eind mei 2022 uit op ca. EUR 3.249 mrd. Tabel 1 geeft een overzicht van de totale boekwaarde van het APP per programma-onderdeel.<sup>15</sup>

<sup>11</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>.

<sup>12</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html#cbpp3>.

<sup>13</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html).

<sup>14</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141002\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141002_1.en.html).

<sup>15</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>.

**Tabel 1. Overzicht programma's en aankoopvolumes<sup>1</sup>**

Programma	Aanvang	Omschrijving	Holdings <sup>2</sup> in EUR mld.
Herfinancieringstransacties	Jan. 1999	Liquiditeit via herfinancieringstransacties	2.198
SMP	Mei 2010	Aankoop staatsobligaties vijf lidstaten	3
CBPP3 (APP)	Okt. 2014	Aankoop van gedekte obligaties	300
ABSPP (APP)	Nov. 2014	Aankoop van securitisaties	26
PSPP (APP)	Mrt. 2015	Aankoop staatsobligaties en publieke entiteiten	2.581
CSPP (APP)	Mrt. 2016	Aankoop bedrijfsobligaties	341
<b>Totaal APP</b>			<b>3.249</b>
PSPP (PEPP)	Mrt. 2020	Aankoop staatsobligaties en publieke entiteiten	1.644
CSPP (PEPP)	Mrt. 2020	Aankoop bedrijfsobligaties	42
Commercial paper (PEPP)	Mrt. 2020	Aankoop niet commercieel handelspapier	4
Covered bonds (PEPP)	Mrt. 2020	Aankoop van gedekte obligaties	6
<b>Totaal PEPP</b>			<b>1.696</b>

<sup>1</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>.

<sup>2</sup> Houderschapsdata is per eind mei 2022.

### **Public Sector Purchase Programme (PSPP)**

Het PSPP maakt onderdeel uit van het APP en begon in maart 2015. Onder het PSPP worden naast staatsobligaties ook obligaties van supranationale instellingen, agentschappen en regionale overheden aangekocht. De verhouding in aankoop van deze twee is ongeveer 90% aan overheidsobligaties en 10% aan obligaties van supranationale instellingen, agentschappen en regionale overheden. Er staat per eind mei 2022 ca. EUR 2.581 mrd. op de balans van het Eurosysteem onder dit programma.<sup>16</sup>

De ECB hanteert een aantal belangrijke voorwaarden bij de uitwerking van het PSPP:<sup>17</sup>

- *Kapitaalsleutel*: De netto-aankopen worden in beginsel over de eurolanden verdeeld aan de hand van de kapitaalsleutel van de ECB. De kapitaalsleutel betreft het aandeel van centrale banken in het kapitaal van de ECB en is berekend op basis van het bbp en het aantal inwoners, waarbij beide indicatoren even zwaar wegen. Ook gedurende de herinvesteringsfase blijft de kapitaalsleutel leidend in de verdeling van cumulatieve netto-aankopen. In de regel vinden herinvesteringen plaats in hetzelfde euroland als waar aflossingen plaatsvinden, waarbij verschuivingen tussen eurolanden kunnen optreden om de verdeling van cumulatieve netto-aankopen beter aan te doen sluiten bij de kapitaalsleutel.<sup>18</sup>
- *Issue(r) limiet*: Het Eurosysteem koopt binnen het PSPP niet meer dan 33% van de nominale waarde van een obligatieserie van een lidstaat en niet meer dan 33% van de totale nominale schuld. In het geval van supranationale instellingen koopt het Eurosysteem niet meer dan 50% van de nominale waarde van een obligatieserie en niet meer dan 50% van de totale nominale schuld.
- Onder het PSPP worden enkel obligaties aangekocht van uitgevers die voldoen aan de minimumvereisten van het Eurosysteem voor kredietwaardigheid.

<sup>16</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>.

<sup>17</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp-qa.en.html>.

<sup>18</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.pr181213.en.html>.

## **Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)**

In maart 2016 lanceerde de ECB het CSPP waarin bedrijfsobligaties worden opgekocht. Dit maakt onderdeel uit van het APP. Het Eurosysteem koopt alleen obligaties die voldoen aan de minimumvereisten van het Eurosysteem voor kredietwaardigheid. Op 18 maart 2020 besloot de ECB om de categorieën van in aanmerking komende activa binnen het CSPP uit te breiden tot niet-financieel handelspapier (commercial paper) met een resterende looptijd van minimaal 28 dagen, waarvoorheen een minimale resterende looptijd van 6 maanden gold voor niet-financieel handelspapier. Het gaat hier om obligaties met een originele looptijd van minder dan 1 jaar. Hierdoor komen meer handelspapieren van voldoende kredietkwaliteit, en die voldoen aan de andere voorwaarden, in aanmerking voor aankoop binnen het CSPP. Er staat onder het CSPP per eind mei 2022 voor EUR 341 mrd. op de balans van het Eurosysteem.

## **Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)**

Op 26 maart 2020 is de ECB, in respons op COVID-19, gestart met het Pandemic Emergency Purchase Programme, waarbij tijdelijk publieke en private activa zijn aangekocht. Middels het PEPP poogt de ECB de risico's als gevolg van COVID-19 voor de economische vooruitzichten en voor het transmissiemechanisme van het monetaire beleid tegen te gaan. Eind maart 2022 heeft de ECB de netto-aankoop van activa onder het PEPP-programma stopgezet. Aflopende activa onder het programma zullen tot ten minste eind 2024 worden geherinvesteerd.

- *In aanmerking komende activa:* PEPP opereert naast het APP en aankopen omvatten alle activacategorieën die in aanmerking komen voor het bestaande APP-programma. Daarnaast worden onder PEPP ook Griekse staatsobligaties gekocht terwijl deze niet voldoen aan de minimumvereisten voor kredietwaardigheid die worden gesteld onder het APP. Ook zijn onder het PEPP aankopen mogelijk van obligaties in de publieke sector vanaf een minimumlooptijd van 70 dagen, waar het PSPP een minimum looptijd van 1 jaar kent.
- *Issue(r) limiet:* Tevens heeft de ECB aangegeven dat om de doeltreffendheid van het PEPP te verzekeren, de zelfopgelegde issue(r) limieten die gelden binnen het PSPP niet van toepassing zijn op uit hoofde van het PEPP aangehouden effecten.
- *Kapitaalsleutel:* De aankopen van publieke activa werden volgens de ECB binnen het PEPP in beginsel over de eurolanden verdeeld aan de hand van de kapitaalsleutel van de ECB. Tegelijkertijd vonden aankopen onder het PEPP op flexibele wijze plaats. Tijdens een spoedoverleg op 15 juni heeft de ECB besloten dat PEPP-herinvesteringen tevens flexibel ingezet gaan worden om fragmentatie van rentes tegen te gaan. De ECB had de optie al om herinvesteringen flexibel in te zetten maar heeft nu besloten deze optie te zullen gebruiken. Het is echter nog onduidelijk in welke mate herinvesteringen flexibel ingezet zullen worden.

Er staat onder het PEPP per eind mei 2022 voor EUR 1.696 mrd. op de balans van het Eurosysteem.<sup>19</sup>

## **2. Blootstelling van DNB op ECB-programma's**

DNB is blootgesteld aan risico's naar aanleiding van de eigen beleggingsportefeuille en naar aanleiding van de programma's die worden uitgevoerd door het Eurosysteem. Aan de monetaire programma's van het Eurosysteem is Nederland via diverse kanalen blootgesteld. In het statuut van het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) is vastgelegd dat

<sup>19</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.



eventuele winsten of verliezen in het kader van monetaire beleidstaken worden verdeeld over de Nationale Centrale Banken (NCB's) binnen het Eurosysteem.<sup>20</sup> Deze verdeling vindt plaats conform de kapitaalsleutel van de NCB's, verdisconteerd voor Eurolanden. Deze kapitaalsleutel is in gelijke mate gebaseerd op het aandeel van het desbetreffende land in de totale bevolking en het totale bruto binnenlands product van de eurozone. Het aandeel van DNB in de Eurosysteem-kapitaalsleutel bedraagt 5,8604%.<sup>21</sup>

De blootstelling van DNB is gelijk aan het Nederlandse aandeel in alle onderdelen van het Eurosysteem waar risicodeling van toepassing is, te weten de open markt operaties (OMO's), dit zijn de gebruikelijke herfinancieringsoperaties, en de programma's CBPP3<sup>22</sup>, SMP, CSPP en delen van het PSPP en PEPP.<sup>23</sup> Tabel 2 vermeldt de blootstelling van DNB in EUR mrd. op de bovengenoemde ECB-programma's. De cijfers die de totale omvang op de balans van het Eurosysteem weergeven zijn per medio juni 2022. De cijfers die de blootstelling van DNB weergeven zijn afkomstig uit het 2021 jaarverslag van DNB en zijn daardoor per 31 december 2021. Hierdoor sluiten de blootstellingscijfers niet exact aan bij de cijfers die de totale omvang op de balans van het Eurosysteem weergeven. De blootstelling geeft het totale bedrag weer waarover DNB risico loopt. In sectie 3 wordt nader ingegaan op de omvang van deze risico's en de buffers die hiertegenover staan.

Voor het ABSPP-programma geldt dat de waardepapieren op de balans van de ECB staan waardoor het risico hierop primair door de ECB wordt gedragen. DNB is op deze risico's alleen indirect blootgesteld. Verliezen op de aangekochte securitisaties onder ABSPP komen eerst ten laste van de voorzieningen van de ECB en eventuele resterende verliezen worden verdeeld over de NCB's conform de kapitaalsleutel. De indirecte totale blootstelling van DNB op het ABSPP-programma is dus ca. 5,86% van EUR 26 mrd. Dit is ca. EUR 1,5 mrd. per medio juni 2022.

Voor de overige programma's geldt dat eventuele gedeelde risico's eerst direct zullen neerslaan bij DNB en vervolgens naar rato van de kapitaalsleutel verdeeld worden.

**Tabel 2. Blootstelling van DNB op ECB-programma's exclusief PSPP en PEPP in EUR mrd.**

	Herfinancierings- transacties	SMP	CBPP1-3	CSPP	Totaal
Totale omvang op balans Eurosysteem <sup>1</sup>	2.198	3	546	341	3.088
Blootstelling van DNB <sup>2</sup>	129,1	0,3	16,1	18,3	163,8

<sup>1</sup> Cijfers over de omvang van de balans van het Eurosysteem zijn per medio juni 2022. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>.

<sup>2</sup> Cijfers over de blootstelling van de DNB komen uit het DNB-jaarverslag over 2021 en geven dus de situatie eind 2021 weer.

### *Blootstelling DNB op PSPP*

Bij de uitvoering van PSPP onder het APP en onder het PEPP is ervoor gekozen om de risicodeling te beperken.<sup>24</sup> Het grootste gedeelte van de aankopen binnen PSPP, ca. 80% van de omvang van het programma, wordt gedaan door nationale centrale banken en hier is geen risicodeling

<sup>20</sup> Artikel 32 ESCB Statuut.

<sup>21</sup> De volgende periodieke actualisatie van de kapitaalsleutel zal volgen op 1 januari 2024.

<sup>22</sup> Voor de programma's CBPP 1 en CBPP 2 was er geen risicodeling van toepassing.

<sup>23</sup> Op het ABSPP is de blootstelling van de DNB volledig indirect gezien deze activa op de balans van de ECB staan.

<sup>24</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html).



op van toepassing. Deze 80% bestaat volledig uit obligaties van centrale of lokale overheden of hieraan gelieerde instanties. De nationale centrale banken binnen het Eurosysteem kopen enkel obligaties op van hun eigen overheden. Verliezen of winsten over deze 80% dienen de nationale centrale banken zelf op te vangen en worden niet gedeeld met andere nationale centrale banken. Het aandeel staatsobligaties op de balans van DNB die zijn aangekocht onder PSPP bedroeg eind 2021 volgens het jaarverslag van DNB EUR 104,7 miljard.

Over de overige 20% van de aankopen binnen het PSPP is DNB indirect blootgesteld naar rato van de kapitaalsleutel van de ECB. Deze 20% bestaat voor ongeveer 9 procentpunt<sup>25</sup> uit staatsobligaties van eurolanden die de ECB aankoopt. Deze obligaties staan op de balans van de ECB. Eventuele verliezen die voortvloeien uit deze obligaties zullen allereerst ten laste komen van de voorzieningen van de ECB. Eventuele resterende verliezen zullen worden verdeeld conform de kapitaalsleutel. Hetzelfde geldt voor eventuele winsten die voortvloeien uit deze aankopen door de ECB. Dit betekent dat de indirecte blootstelling van DNB op staatsobligaties van andere eurolanden maximaal 5,86% van deze 9 procentpunt bedraagt. Dit is ca. 0,5%<sup>26</sup> van de omvang van PSPP, wat neerkomt op een bedrag van ca. EUR 13,5 mrd. (stand mei 2022).

Voor de overige ca. 11 procentpunt<sup>27</sup> betreft dit de aankoop van obligaties van supranationale instellingen, zoals de Europese Investeringsbank (EIB) en het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM). Deze obligaties worden aangekocht door nationale centrale banken en eventuele winsten en verliezen worden direct verdeeld onder de NCB's conform de kapitaalsleutel, net zoals bij andere ECB-programma's. Dit betekent dat de directe blootstelling van DNB op obligaties van supranationale instellingen 5,86% van deze 11 procentpunt bedraagt. Dit is ca. 0,6%<sup>28</sup> van de omvang van PSPP wat neerkomt op een bedrag van ca. EUR 16,5 mrd. (stand mei 2022). Hierbij geldt overigens dat ook zonder PSPP nationale overheden in veel gevallen reeds delen in de risico's van deze instellingen aangezien zij vaak aandeelhouder van deze instellingen zijn.

Uit het bovenstaande blijkt dat eventuele verliezen die zich voordoen bij een afschrijving van obligaties die op de balans staan van het Eurosysteem met name zullen neerslaan bij de nationale centrale bank van het land dat in de problemen is. Voor DNB bestaat de blootstelling onder PSPP voornamelijk uit Nederlandse staatsobligaties en hieraan gelieerde instanties<sup>29</sup> en is de blootstelling op obligaties van andere landen en supranationale obligaties relatief beperkt.

### *Blootstelling op PEPP*

De ECB heeft aangegeven dat dezelfde principes van risicodeling die bij het APP worden gehanteerd ook toegepast worden op het PEPP.<sup>30</sup> Dit betekent dat 20% van de publieke sector aankopen en 100% van de private

<sup>25</sup> Actuele stand. Het precieze percentage bedraagt 9,4%. Het percentage dat de ECB aankoopt bedroeg vanaf maart 2015 tot en met maart 2016 8%. Vanaf april 2016 bedraagt het percentage 10%. Zie: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex\\_32016d0008\\_en\\_txt2.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_32016d0008_en_txt2.pdf).

<sup>26</sup> Het precieze percentage bedraagt hier 0,527%.

<sup>27</sup> Actuele stand. Het precieze percentage bedraagt 10,6%. Het percentage aan obligaties van supranationale instellingen dat opgekocht wordt bedroeg vanaf maart 2015 tot en met maart 2016 12%. Vanaf april 2016 bedraagt het percentage 10%. Zie: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex\\_32016d0008\\_en\\_txt2.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_32016d0008_en_txt2.pdf).

<sup>28</sup> Het precieze percentage hier is 0,64%.

<sup>29</sup> Kamerstuk 21 501-07, nr. 1458. Voor Nederland betreft dit bijvoorbeeld de Nederlandse Waterschapsbank, Bank Nederlandse Gemeenten en NEDFIN.

<sup>30</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/pepp-qa.en.html>.

sector aankopen onderhevig zijn aan risicodeling. Daarnaast blijft de toewijzing van de cumulatieve netto-aankopen van door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen op voorraadbasis gebaseerd op de kapitaalsleutel. Per eind mei 2022 is onder het PEPP voor EUR 1.698 mrd. aan activa opgekocht. Het aandeel obligaties op de balans van DNB die zijn aangekocht onder PEPP bedroeg eind 2021 volgens het jaarverslag van DNB EUR 85 miljard. Daarnaast is DNB indirect blootgesteld aan de PSPP-aankopen onder PEPP die door de ECB worden uitgevoerd.

### **3. Risico's voor DNB als gevolg van ECB-programma's**

De voornaamste risico's die DNB en daarmee de Nederlandse overheid als aandeelhouder van DNB lopen, zijn renterisico's en kredietrisico's.<sup>31</sup> DNB loopt deze risico's op de onderdelen van haar balans, zowel op de onderdelen van haar eigen beleggingsportefeuille als de eerdergenoemde onderdelen van het gezamenlijke monetaire beleid binnen het Eurosysteem.

#### *Renterisico*

Voor DNB is er een renterisico dat zich materialiseert wanneer de beleidsrentes stijgen. DNB heeft langlopende obligaties met een lage en vaste rentevergoeding op de balans staan (activazijde) die gefinancierd zijn. Dit gaat voor een groot deel om Nederlandse staatsobligaties die DNB in de afgelopen jaren tegen een lage of zelfs negatieve rente heeft aangekocht. Deze blijven nog lang op de balans staan. DNB financiert deze obligaties met de korte, variabele beleidsrente (passivazijde), die het vergoedt aan banken voor de deposito's die het bij hen aanhoudt. De netto rente-inkomsten voor DNB verslechteren bij beleidsrenteverhogingen, omdat de rentelasten op de passiva sneller oplopen dan de rentebaten op de activa.

In het licht van de hoge inflatie(verwachtingen) heeft de ECB op 9 juni 2022 de verwachting uitgesproken dat zij de beleidsrentes zal verhogen in juli en september 2022, waarna verdere verhogingen een reële mogelijkheid zijn. Het is aannemelijk dat het renterisico zich zal materialiseren en DNB als gevolg hiervan verliezen zal maken op een deel van haar portefeuille in de komende jaren. De resulterende kosten zijn hoger naar mate de rente meer stijgt. Om dit risico te ondervangen, heeft DNB in de afgelopen jaren een voorziening opgebouwd (zie onder), die de verliezen als gevolg van dit renterisico opvangt – voor zover deze toereikend is. Volgens het jaarverslag bedraagt het renterisico per eind 2021 in een extreem maar plausibel scenario EUR 9,4 miljard.<sup>32</sup>

#### *Kredietrisico*

Zoals eerder in deze brief beschreven beperkt de vormgeving van de verschillende ECB-programma's de risico's voor DNB en hangen de risico's voor DNB samen met de specifieke aard van de programma's.

De risico's onder herfinancieringsoperaties betreffen de normale risico's die centrale banken lopen bij het voeren van monetair beleid. Het Eurosysteem voorziet banken liquiditeit in ruil voor onderpand.<sup>33</sup> Mochten er twijfels ontstaan over de solvabiliteit van een bank, dan kan het Eurosysteem overgaan tot het stellen van limieten aan een bank. Dit houdt in dat de bank zijn gebruik van herfinancieringsoperaties niet kan

<sup>31</sup> Zie ook het Jaarverslag 2021 van DNB.

<sup>32</sup> Zie blz 69 Jaarverslag 2021 van DNB.

<sup>33</sup> <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/html/index.en.html>.

vergroten. Mocht de solvabiliteit van de betreffende bank echter verder verslechteren, dan kan de bank geschorst worden en dient de bank de opgenomen liquiditeit terug te betalen. Bij onvoldoende liquide middelen kan het Eurosysteem overgaan tot uitwinning van het onderpand. In het geval dat ook uitwinning van dit onderpand onverwacht onvoldoende oplevert, zou het Eurosysteem verlies kunnen lijden. De risico's zijn onder (T)LTRO niet wezenlijk anders dan onder standaard herfinancieringsoperaties, enkel de looptijd en het rentetarief wijken af. De TLTRO-III transacties hebben een looptijd van 3 jaar.

Voor obligaties aangekocht onder het CBPP gelden soortgelijke risico's. In dit geval worden de obligaties gedekt door activa van de uitgever van de obligatie. Mocht de uitgever van de obligaties niet kunnen terugbetalen, dan kan het Eurosysteem het onderpand uitwinnen. Ook voor securitisaties aangekocht onder het ABSPP bestaat er als onderpand de onderliggende activa. Hierdoor wordt het risico gemitigeerd.

Onder het SMP, PSPP, CSPP en PEPP loopt het Eurosysteem directe risico's in het geval de schuldtitels worden geherstructureerd. Het Eurosysteem koopt onder PSPP en CSPP zoals vermeld echter alleen obligaties die voldoen aan bepaalde minimumeisen op het gebied van kredietwaardigheid. Onder het SMP gold geen minimale kredietwaardigheid waardoor destijds eveneens Griekse obligaties voor gemene rekening zijn opgekocht. Er is tot op heden echter door het Eurosysteem winst gemaakt op het SMP-programma. In lijn met de afspraken van de Eurogroep worden de SMP-winsten van DNB door de Nederlandse overheid weer aan Griekenland doorgegeven.<sup>34</sup> Daarbij geldt dat de blootstelling op SMP reeds sterk is afgenomen en de komende jaren snel verder afloopt.

Binnen het PEPP is een uitzondering gemaakt voor Griekse staatsobligaties waardoor de ECB deze eveneens kan opkopen. Volgens de ECB is deze uitzondering onder andere wenselijk vanwege de noodzaak om de druk die voortvloeit uit uitbraak van COVID-19 op Griekse financiële markten te verlichten. Wel zijn dezelfde beginselen van risicodeling die voor het APP gelden van toepassing binnen het PEPP. Dit betekent dat ook binnen het PEPP 20% van de publieke sector aankopen onderhevig zijn aan risicodeling.

#### *Mutaties in activawaarde*

Onder het opkoopprogramma van de ECB worden relatief veilige activa aangekocht. Dat sluit niet uit dat er waardeverminderingen kunnen plaatsvinden, bijvoorbeeld als gevolg van verlagingen van de kredietkwaliteit. Tot op heden heeft dit twee keer (in 2017 en 2018) plaatsgevonden als gevolg van verlagingen van de kredietkwaliteit in de CSPP-portefeuille. Aangezien DNB deze stukken niet langer in de portefeuille heeft, is nu bekend dat DNB in totaal EUR 8 mln. aan nadeel heeft ondervonden. In 2019, 2020 en 2021 hebben geen aanvullende waardeverminderingen plaatsgevonden.

#### *Buffers voor risico's*

Bij de opbouw van buffers ter dekking van risico's wordt onderscheid gemaakt tussen buffers ter dekking van tijdelijke risico's (de voorziening voor financiële risico's – VFR) en buffers ter dekking van structurele risico's en latent aanwezige onzekerheden (het kapitaal):

<sup>34</sup> Zie Kamerstuk 21 501-07, nr. 1530.

- 1) *Kapitaal*. Dit is het eigen vermogen van DNB en wordt met name gevormd door historisch ingehouden winsten. Het kapitaal is een buffer voor structurele risico's en kan worden gebruikt om andere verliezen op te vangen als de voorziening niet toereikend is. Het totaal aan kapitaal en reserves op de balans van de DNB bedraagt ultimo 2021 in totaal ca. EUR 8,5 mrd.<sup>35</sup>
- 2) Voorziening voor financiële risico's (VFR). Dit is een buffer voor tijdelijke risico's, zoals het renterisico. Ook eventuele kredietrisicoverliezen die DNB dient te nemen als gevolg van het APP en/of PEPP komen eerst ten laste van deze voorziening. De omvang van de voorziening bedraagt ultimo 2021 EUR 2,8 miljard.

Zowel het kapitaal als de voorziening worden gevuld uit de operationele winst. Sinds de invoering van de euro in 1999 heeft DNB in totaal EUR 22,6 miljard winst gemaakt. Hiervan is EUR 16,2 miljard uitgekeerd in de vorm van dividend aan de Nederlandse Staat. Het resterende deel van de winst (EUR 6,3 miljard) is gebruikt om de buffers te versterken, waaronder sinds 2015 de voorziening, tegelijk met de start van de grootschalige aankoopprogramma's van de ECB.

Naast het deel van de aankoopprogramma's dat door DNB wordt uitgevoerd, is er, zoals eerder gemeld, ook een (indirecte) blootstelling voor DNB aan het ABSPP en het deel van PSPP en PEPP dat door de ECB zelf wordt uitgevoerd. De ECB heeft een eigen voorziening op de balans voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's. Verliezen op de obligaties die op de balans van de ECB staan komen in eerste instantie ten laste van de voorzieningen die de ECB voor de risico's heeft ingericht. Deze voorziening bedroeg op 31 december 2021 EUR 8,2 mrd.<sup>36</sup>

Het totale risico van DNB, inclusief de rente- en kredietrisico voortkomend uit het monetaire beleid, bedraagt per eind 2021 EUR 13,7 miljard. Ook eind 2021 is daarmee sprake van een buffertekort, omdat de risico's de buffers van DNB (EUR 11,3 miljard) overstijgen met EUR 2,4 miljard.

De Staat loopt geen directe risico's op de monetaire programma's<sup>37</sup>. Zoals hierboven beschreven, heeft de winstgevendheid van de monetaire programma's wel een directe invloed op de winstuitkering van DNB aan de Staat. In het uiterste geval geldt dat er op de Staat, als enig aandeelhouder van DNB, een beroep kan worden gedaan om het kapitaal van DNB aan te vullen.

DNB gebruikt vrijwel het gehele resultaat over 2021 om de buffers te versterken. De winst van DNB was onvoldoende om de VFR op het gewenste niveau te brengen en om de jaarlijkse toevoeging aan het kapitaal te kunnen doen. De toevoeging aan het kapitaal wordt in latere jaren ingehaald, wanneer DNB weer winst zal maken.<sup>38</sup> De verwachting is dat dat niet op korte termijn zal zijn.

Het toekomstige resultaat van DNB is sterk afhankelijk van de renteontwikkeling en de monetaire beleidsbesluiten van de ECB. Monetaire maatregelen zetten de winstgevendheid van DNB onder druk. Volgens DNB blijven de monetaire blootstellingen door de aankoopprogramma's nog lange tijd aanzienlijk. Dat betekent ook dat de rentegevoeligheid van het resultaat hoog blijft. De verwachting is dat DNB de komende jaren verlies zal maken.<sup>39</sup> Dat betekent dat er geen versterking van de buffers kan

<sup>35</sup> Zie jaarverslag DNB 2021.

<sup>36</sup> Zie jaarverslag ECB 2021.

<sup>37</sup> Kamerstuk 32 013, nr. 165.

<sup>38</sup> Kamerstuk 32 013, nr. 215.

<sup>39</sup> Zie jaarverslag DNB 2021.

plaatsvinden en de winstuitkering van DNB aan de Staat de komende jaren nihil zal zijn. Daarnaast is het een reëel vooruitzicht dat de buffers van DNB aangesproken zullen worden om verliezen op te vangen. In de ontwerpbegroting 2023 zal ik u de laatste inzichten in de winstverwachting van DNB geven.

#### **4. Conclusie**

Ik vind het van belang goed zicht te hebben op de wijze waarop Nederland is blootgesteld aan risico's als gevolg van het ECB-beleid. Met deze brief beoog ik in de informatiebehoefte van de Kamer te voorzien. Ik hecht eraan om te benadrukken dat door de vormgeving van de ECB-programma's de risico's van verliezen voor DNB en de Nederlandse staat worden beperkt, bijvoorbeeld doordat DNB onder het PSPP en onder het PEPP voor eigen balans alleen Nederlandse staatobligaties opkoopt.

Daarbij geldt dat zowel DNB als de ECB voorzieningen en kapitaal hebben opgebouwd om eventuele verliezen als gevolg van het gezamenlijke monetaire beleid op te vangen.

Zoals beschreven is de ECB in 2022 gestopt met het doen van netto-aankopen onder het APP en het PEPP. Daarnaast verwacht de ECB de beleidsrentes in juli voor het eerst sinds 2011 te verhogen. Vanwege het renterisico dat DNB loopt, zal dat de jaarresultaten van DNB neerwaarts beïnvloeden. Ik zal de ontwikkelingen nauwgezet blijven volgen en inzichten over de gevolgen van het monetaire beleid voor Nederland blijven verschaffen, net als over de blootstelling die DNB loopt naar aanleiding van de ECB-programma's. Daarnaast blijft de inzet van dit kabinet gericht op stabiliteit in de eurozone. Niet alleen om de risico's en potentiële neveneffecten die gepaard gaan met programma's van de ECB te verminderen, maar om duurzame groei en welvaart te creëren voor Nederland en de andere landen binnen de eurozone.

De Minister van Financiën,  
S.A.M. Kaag