

Vergaderjaar 2018–2019

21 501-07

Raad voor Economische en Financiële Zaken

Nr. 1601

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 23 mei 2019

Tijdens de Algemene Financiële Beschouwingen (AFB) van 8 en 9 november 2017 (Handelingen II 2017/18, nr. 19, items 4 en 7 en Handelingen II 2017/18, nr. 20 items 4, 6, 8 en 16) heb ik 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).

Over dit onderwerp is op eerdere momenten informatie verstrekt aan uw Kamer. Zo heeft uw Kamer op 19 januari 2018 een eerste brief ontvangen met dit thema¹ en heeft uw Kamer recent reacties ontvangen op verschillend onderzoek van het CPB naar de effectiviteit van monetair beleid². Voor deze jaarlijkse update heb ik het jaarverslag van zowel de ECB als DNB afgewacht³. Ik hecht er aan om te benadrukken dat de ECB en het Eurosysteem en daarmee DNB onafhankelijk zijn.

In deze brief geef ik een overzicht van alle programma's die de ECB sinds de crisis heeft geïmplementeerd, de mate waarin Nederland aan deze programma's is blootgesteld en de risico's die Nederland hierover loopt.

Deze brief is als volgt opgebouwd:

1. **Beleid van de Europese Centrale Bank**
 - 1.1. Beschrijving programma's ECB
 - 1.2. Blootstelling DNB aan programma's ECB
 - 1.3. Risico's voor DNB als gevolg van programma's ECB
2. **Conclusie**

¹ Kamerstuk 21 501-07, nr. 1479

² Zie Kamerstuk 21 501-07, nrs. 1583 en 1517

³ Jaarverslag DNB: <https://www.dnb.nl/nieuws/publicaties-dnb/jaarverslag/index.jsp>, jaarverslag ECB: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/index.en.html>

1. Beleid van de Europese Centrale Bank

1.1. Beschrijving programma's ECB

Het hoofddoel van het monetaire beleid van de ECB is het handhaven van prijsstabiliteit in de eurozone, hetgeen de ECB heeft vertaald naar een doelstelling van inflatie onder, maar dichtbij 2% op de middellange termijn. De ECB en het Eurosysteem zijn onafhankelijk in het bereiken van deze doelstelling en beschikken over verschillende instrumenten. Het vaststellen van de beleidsrentes is een van de belangrijkste instrumenten. In recente jaren heeft de ECB een aantal nieuwe instrumenten ingezet om haar monetaire doelstelling te behalen. Enkele daarvan richten zich specifiek op het versterken van monetaire transmissie, die de ECB in staat moet stellen om het mandaat van prijsstabiliteit te kunnen blijven uitvoeren. Onderstaand wordt een overzicht gegeven van de verschillende beleidsmaatregelen en programma's van de ECB in chronologische volgorde. Over een groot deel informeerde ik uw Kamer al in de brief *Risico's Nederlandse Staat als gevolg van ECB-beleid*⁴, maar om een volledig beeld te schetsen noem ik ze hier opnieuw.

ECB-beleid tot de financiële crisis

Het Eurosysteem voorziet de eurozone in liquiditeit via herfinancierings-transacties⁵. 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 (bij beide wordt deze liquiditeit gedekt door onderpand). Tot 2008 werd de hoeveelheid te veilen financiering vooraf bepaald en toegewezen aan de hoogste bieder, de bank die hiervoor de hoogste rente betaalde. Voor deze veilingen stelde de ECB tevens de beleidsrente vast, de minimale rente waar tegen banken biedingen in konden leggen. De ECB leunde destijds sterk op het interbancaire verkeer voor de provisie van liquiditeit in de markt en voor de uitvoering en transmissie van het monetair beleid: banken onderling en over de grenzen heen waren bereid elkaar geld uit te lenen en zo bleef de hoeveelheid middelen die de ECB verschaftte beperkt.

Renteverlaging en onbeperkte liquiditeit

In 2008 zag de ECB, net als andere centrale banken wereldwijd, zich door de financiële crisis gedwongen buitengewone maatregelen te treffen. De ECB verlaagde de beleidsrente binnen een jaar van 4,25% naar 1%. Sinds 16 maart 2016 staat deze rente op 0%⁶. Ook veilde het Eurosysteem⁷ bij haar standaard herfinancieringsoperaties (MRO – *main refinancing operations*) niet meer een beperkte hoeveelheid liquiditeit tegen de hoogste bieder, maar stelde ze onbeperkte liquiditeit (gedekt door onderpand) beschikbaar tegen een vast tarief, de zogenaamde «*fixed rate full allotment*»⁸. Dit was nodig omdat de interbancaire markt was stilgevallen. Door de toegenomen onzekerheid in de financiële sector verstrekten banken elkaar geen liquiditeit meer, door de terugtrekking van buitenlandse financiers werd dit tekort aan liquiditeit verergerd. Zonder ingrijpen van de ECB was er een liquiditeitstekort ontstaan dat de crisis sterk had kunnen verergeren, bijvoorbeeld door het omvallen van

⁴ Kamerstuk 21 501-07, nr. 1479

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

⁶ https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html

⁷ Het Eurosysteem bestaat uit de Europese Centrale Bank en de nationale centrale banken in de eurozone, waaronder DNB.

⁸ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081008_2.en.html

anderszins solvabele banken. De ECB verruimde daarnaast de eisen die ze aan onderpand voor Eurosysteemfinanciering accepteert.

Uitbreiden herfinancieringstransacties met (Targeted) Long Term Refinancing Operations (TLTRO)

Om banken van extra liquiditeit te voorzien en om de kredietverlening te stimuleren ging de ECB eind 2011 over op *Long Term Refinancing Operations* (LTRO)⁹, een serie lange termijn financiering voor banken voor 3 jaar. In 2014 en 2016 ging de ECB over op een serie *Targeted Long Term Refinancing Operations* (TLTRO)¹⁰. 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 te stimuleren. Er staat in april 2019 onder herfinancieringstransacties voor EUR 724 mrd. op de balans van het Eurosysteem¹¹.

Op 7 maart jl. kondigde de ECB een nieuwe, derde, ronde TLTRO aan. De ECB acht deze nieuwe leningen nodig om de ruime monetaire condities te waarborgen en de monetaire transmissie te versterken. Deze nieuwe ronde start vanaf september 2019 en loopt tot maart 2021 en behelst leningen met looptijden van maximaal 2 jaar¹². De precieze details over de derde ronde TLTRO zijn nu nog niet bekend en worden voor september 2019 door de ECB bekend gemaakt.

Covered Bonds Purchase Programme (CBPP)

Het Eurosysteem startte in 2009 met de aankoop van activa via een eerste zogenaamd *covered bonds programme* van in totaal EUR 60 mrd¹³. Dit programma diende om deze belangrijke financieringsmarkt voor banken te ondersteunen en om zodoende de monetaire transmissie te bevorderen. De activa werden tot het einde van de looptijd aangehouden. In november 2011 volgde CBPP2 en in oktober 2014 CBPP3. Er staat in april 2019 onder CBPP3 voor EUR 261 mrd. op de balans van het Eurosysteem, waarbij herinvesteringen plaatsvinden van de hoofdsom bij aflopende obligaties.¹⁴ Voor CBPP1 en CBPP2 is dit respectievelijk nog EUR 3,9 en EUR 3,8 mrd.¹⁵, waarbij geen herinvesteringen plaatsvinden.

Securities Markets Programme (SMP)

In mei 2010 startte de ECB het *Securities Markets Program* («SMP»)¹⁶ 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 dat er aan aankopen gedaan is. Onder het SMP werden uiteindelijk staatsobligaties van vijf lidstaten (Griekenland, Portugal, Ierland, 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.

⁹ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html

¹⁰ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_2.en.html

¹¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2019/html/ecb.fst190409.en.html>

¹² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190307~7d8a9d2665.en.html>

¹³ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090604_1.en.html

¹⁴ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html#cbpp3>

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

¹⁶ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>

aan staatsobligaties¹⁷ «uit naam van het SMP-programma» op de balans van het Eurosysteem. Per april 2019 is dit nog ca. EUR 63 mrd.¹⁸

Outright Monetary Transactions (OMT)

In het najaar van 2012 lanceerde de ECB het *Outright Monetary Transactions* (OMT) programma¹⁹. Dit volgde na de bekende speech van 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. Het uitvoeren van OMT is door de ECB conditioneel gesteld aan deelname aan en naleving van een land van een adequaat EFSF/ESM-programma²⁰. 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)²¹ 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 in april 2019 onder ABSPP voor EUR 25,6 mrd. op de balans van het Eurosysteem, waarbij herinvesteringen plaatsvinden bij aflossingen van securitisaties aangekocht onder het ABSPP.

Asset Purchase Programme (APP) – bekend als Quantitative Easing («QE»)

Het meest bekende programma van het Eurosysteem is het *Asset Purchase Programme* (APP), meer bekend als *Quantitative Easing* (QE). In maart 2015 werd het *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) gelanceerd, waaronder publieke obligaties worden aangekocht, met name staatsobligaties. Ik zal hier nader op in gaan verderop in deze brief. Het PSPP werd direct onderdeel van het overkoepelende APP, samen met het CBPP3 en het ABSPP. Sindsdien wordt gesproken over QE. Later is ook het *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP) gestart en tevens onderdeel geworden van het APP. Zie tabel 1 voor een overzicht van de totale boekwaarde per april 2019 per programma onderdeel.

Tabel 1. Overzicht aankoopvolumes per onderdeel van het APP¹

Afkorting programma	Per	Omschrijving	Aankoopvolume ² in EUR mln.
CBPP 3	Okt. 2014	Aankoop van covered bonds	261.840
ABSPP	Nov. 2014	Aankoop van securitisaties	25.652

¹⁷ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221_1.en.html

¹⁸ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

¹⁹ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html

²⁰ Dit programma kan de vorm aannemen van een EFSF/ESM macro-economisch aanpassingsprogramma of een preventief programma (ECCL).

²¹ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141002_1.en.html

Afkorting programma	Per	Omschrijving	Aankoopvolume ² in EUR mln.
PSPP	Mrt. 2015	Aankoop staatsobligaties en publieke entiteiten	2.099.120
CSPP	Mrt. 2016	Aankoop bedrijfsobligaties	177.696
Totaal APP			2564.308

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

² APP-houderschapsdata per april 2019

Het APP is een aantal keer verlengd en in omvang aangepast:

- In januari 2015 kondigde de ECB aan vanaf maart 2015 voor maandelijks EUR 60 mrd. aan obligaties te kopen tot september 2016.
- In december 2015 werd het programma met een half jaar verlengd tot maart 2017 en werd bepaald dat het Eurosysteem obligaties die aflopen herinvesteert.
- In april 2016 is het aankoopvolume uitgebreid naar EUR 80 mrd. per maand.
- In december 2016 kondigde de ECB aan het aankoopvolume per april 2017 te verlagen naar EUR 60 mrd. per maand en de aankopen te verlengen tot eind december 2017.
- In oktober 2017 kondigde de ECB aan het aankoopvolume per januari 2018 te verlagen naar EUR 30 mrd. per maand en de aankopen te verlengen tot eind september 2018.
- Op 14 juni 2018 kondigde de ECB aan om het aankoopvolume per oktober 2018 te verlagen naar EUR 15 mrd. per maand en de netto-aankopen onder het APP aan het eind van december 2018 te beëindigen.²² Wel blijft de ECB herinvesteringen verrichten bij de aflossingen op obligaties die zijn aangekocht in het kader van het APP en die de vervaldatum hebben bereikt. De ECB geeft aan voornemens te zijn om de herinvesteringen voort te zetten tot geruime tijd voorbij het moment waarop de ECB de beleidsrentes begint te verhogen.²³ Gedurende de herinvesteringsfase tracht de ECB de eind 2018 bereikte cumulatieve omvang aan netto-aankopen binnen de deelprogramma's van het APP constant te houden.²⁴ Dat betekent dan ook dat de omvang van het APP op de balans vooralsnog gelijk blijft.

Het totaalbedrag dat uitstaat binnen het APP komt eind april 2019 uit op ca. EUR 2.564 mrd.

Public sector purchase programma (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 in april 2019 ca. EUR 2.099 mrd. op de balans van het Eurosysteem onder dit programma. Zoals beschreven is het doen van netto-aankopen gestopt en zal de ECB de aflossingen op bestaande aankopen herinvesteren.

²² <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2018/html/ecb.is180614.en.html>

²³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190307~7d8a9d2665.en.html>

²⁴ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.pr181213.en.html>

Zoals ook in de eerdere Kamerbrief *Risico's Nederlandse Staat als gevolg van ECB-beleid* is beschreven hanteert de ECB een aantal belangrijke voorwaarden bij de uitwerking van het PSPP²⁵:

- Bij de uitvoering van PSPP is er voor gekozen om de risicodeling te beperken. Het grootste gedeelte van de aankopen binnen PSPP, 80% van de omvang van het programma, wordt gedaan door de nationale centrale banken en hier is geen risicodeling op van toepassing. Ik zal hier nader op in gaan in paragraaf 1.2 over blootstelling.
- De netto-aankopen werden 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 herinvestering plaats in hetzelfde euroland als waar aflossingen plaatsvinden, waarbij verschuivingen tussen eurolanden kunnen aansluiten om de verdeling van cumulatieve netto-aankopen beter aan te doen sluiten bij de kapitaalsleutel.²⁶
- Het Eurosysteem koopt niet meer dan 33% van de nominale waarde van een obligatieserie van een lidstaat en niet meer dan 33% van de totale nominale schuld. Deze limieten hangen samen met drempelwaarden voor stemprocedures binnen zogenoemde *Collective Action Clauses* (CAC's) in staatsobligaties. Door deze limieten beperkt het Eurosysteem het risico dat zij een positie verwerft waarmee zij een obligatieherstructurering zou kunnen blokkeren.

Onder het PSPP worden enkel obligaties aangekocht van uitgeverij die voldoen aan de minimumvereisten van het Eurosysteem voor kredietwaardigheid.

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. Er staat in april 2019 voor EUR 177 mrd. op de balans van het Eurosysteem.²⁷ Ook zijn netto-aankopen binnen het CSPP gestopt en worden aflossingen op reeds aangekochte obligaties geherinvesteerd.

1.2 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 Europees Stelsel van Centrale Bank (ESCB) is vastgelegd dat eventuele winsten of verliezen in het kader van monetaire beleidstaken worden verdeeld over de Nationale Centrale Banken (NCB's) binnen het Eurosysteem²⁸. Deze verdeling vindt plaats conform de kapitaalsleutel van de NCB's, verdisconteerd voor eurolanden. Deze kapitaalsleutel, bestaande uit het gemiddelde aandeel van zowel populatie en bbp van de lidstaat in Europa, wordt elke vijf jaar herzien en is opnieuw vastgesteld voor 2019²⁹. Het nieuwe aandeel van DNB in deze verdisconteerde

²⁵ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp-qa.en.html>

²⁶ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.pr181213.en.html>

²⁷ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

²⁸ ESB statuut artikel 32.4

²⁹ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.en.html>

kapitaalsleutel bedraagt 5,8%³⁰. Dit is een toename ten opzichte van de vorige verdisconteerde kapitaalsleutel die 5,7% bedroeg.

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 CBPP3³¹, SMP, PSPP en CSPP.³²

Tabel 2 vermeldt de blootstelling van DNB in miljoenen euro's op de bovengenoemde ECB-programma's. De cijfers die de totale omvang op de balans van het Eurosysteem weergeven zijn per april 2019. De cijfers die de blootstelling van DNB weergeven zijn afkomstig uit het jaarverslag van DNB en zijn daardoor per december 2018. De blootstelling geeft het totale bedrag weer waarover DNB risico loopt. In paragraaf 1.3 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 NCB's conform de kapitaalverdeelsleutel. De indirecte totale blootstelling van DNB op het ABSPP-programma is dus 5,8% van EUR 25,6 mrd. Dit is ca. EUR 1,5 mrd. per april 2019.

Voor de overige programma's geldt dat eventuele verliezen direct zullen neerslaan bij DNB.

Tabel 2. Blootstelling van DNB op ECB-programma's exclusief PSPP in miljoenen euro's¹

	Herfinancierings-transacties	SMP	CBPP 1-3	CSPP
Totale omvang op balans Eurosysteem ²	724.073	62.838	269.589	177.696
Blootstelling van DNB ³	42,9	3,8	14,7	10,6

¹ Cijfers over de omvang van de balans van het Eurosysteem zijn per april 2019. Cijfers over de blootstelling van DNB komen uit het jaarverslag van DNB en zijn per 31 december 2018.

² Recente ECB cijfers gepubliceerd op 5 april 2019, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2019/html/ecb.fst190409.en.html>

³ Cijfers over de blootstelling van de DNB komen uit het DNB jaarverslag over 2018 en geven dus de situatie eind 2018 weer. <https://www.dnb.nl/nieuws/publicaties-dnb/jaarverslag/index.jsp>

Blootstelling DNB op PSPP

Zoals eerder aangegeven is er bij de uitvoering van PSPP voor gekozen om de risicodeling te beperken³³. 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 op van toepassing. Deze 80% bestaat volledig uit obligaties van centrale of lokale overheden of hieraan gelieerde instanties. De nationale centrale banken

³⁰ Het precieze percentage van de huidige verdisconteerde kapitaalsleutel is 5,8429, de kapitaalsleutel die gold van 2013 tot 2019 bedroeg 5,6875%.

³¹ Voor de programma's CBPP 1 en CBPP 2 was er geen risicodeling van toepassing.

³² Op het ABSPP is de blootstelling van de DNB volledig indirect gezien deze activa op de balans van de ECB staan.

³³ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html

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 obligaties op de balans van DNB die zijn aangekocht onder PSPP bedroeg volgens het jaarverslag van DNB eind 2018 ruim EUR 104 miljard.

Over de overige 20% procent van de aankopen binnen het PSPP is DNB indirect blootgesteld naar rato van de kapitaalsleutel van de ECB. Deze 20% bestaat voor ongeveer 9 procentpunt³⁴ 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 5,8% van deze 9 procentpunt bedraagt. Dit is ca. 0,5%³⁵ van de omvang van PSPP wat neerkomt op een bedrag van ca. EUR 11 mrd. (stand april 2019).

Voor de overige ca. 11 procentpunt³⁶ 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 5,8% van deze 11 procentpunt bedraagt. Dit is ca 0,6%³⁷ van de omvang van PSPP wat neerkomt op een bedrag van ca. EUR 13,2 mrd. (stand april 2019). Hierbij geldt overigens dat ook zonder PSPP nationale overheden in veel gevallen reeds delen in de risico's van deze instellingen aangezien ze 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 instanties³⁸ en is de blootstelling op obligaties van andere landen en supranationale obligaties beperkt.³⁹

1.3 Risico's voor DNB als gevolg van ECB-programma's

De verschillende monetaire beleidsprogramma's hebben tot dusver een positieve bijdrage geleverd aan de winst van DNB. Monetair beleid gaat echter ook gepaard met risico's. De voornaamste risico's die DNB en daarmee de Nederlandse overheid als aandeelhouder van DNB lopen, zijn

³⁴ 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

³⁵ Het precieze percentage bedraagt hier 0,522%

³⁶ 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

³⁷ Het precieze percentage hier is 0,63%

³⁸ Kamerstuk 21 501-07, nr. 1458

³⁹ Voor Nederland betreft dit de Nederlandse Waterschapsbank, Bank Nederlandse gemeenten en NEDFIN.

renterisico en kredietrisico.⁴⁰ DNB loopt deze risico's op de onderdelen van haar balans, zowel op de stukken van haar eigen beleggingsportefeuille als de eerder genoemde onderdelen van het gezamenlijke monetaire beleid binnen het Eurosysteem.

Renterisico

Voor DNB is er een renterisico dat zich materialiseert als de rentes stijgen. Wanneer in de toekomst de rente stijgt, heeft DNB langlopende stukken met een lage rentevergoeding op de balans staan (activa zijde), terwijl tegelijkertijd een hogere beleidsrente moet worden vergoed op de deposito's van banken (passiva zijde). In een dergelijk scenario verslechteren de netto rente inkomsten voor DNB dus.

Kredietrisico

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

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 onderpand⁴¹. Normaal gesproken maken centrale banken winst op monetaire operaties. Mocht de betreffende bank echter deze liquiditeit op termijn niet terug kunnen betalen, dan kan het Eurosysteem het onderpand uitwinnen. In het geval dat ook uitwinning van dit onderpand onverwacht onvoldoende oplevert, dan zou het Eurosysteem verlies kunnen maken. De risico's zijn onder (T)LTRO, ondanks het verruimen van de eisen gesteld aan het onderpand, niet wezenlijk anders dan onder standaard herfinancieringsoperaties, enkel de looptijd en het rentetarief wijken af. De precieze leningsvoorwaarden onder de recent aangekondigde derde TLTRO-ronde zijn nog niet gepubliceerd.

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 zijn er als onderpand de onderliggende activa. Hierdoor wordt het risico gemitigeerd.

Onder SMP, PSPP en CSPP loopt het Eurosysteem directe risico's in het geval de schuldtitels geherstructureerd worden. Het Eurosysteem koopt onder PSPP en CSPP zoals vermeld echter relatief veilige obligaties aan waarvan de risico's beperkt zijn. Onder SMP gold geen minimale kredietwaardigheid voor de obligaties en zo zijn bijvoorbeeld indertijd Griekse obligaties voor gemene rekening opgekocht. Er is tot op heden echter door het eurosysteem winst gemaakt op het SMP-programma. Daarbij geldt dat de blootstelling op SMP de komende jaren snel afloopt.

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 plaatsgevonden als gevolg van verlagingen van de kredietkwaliteit in de CSPP-portefeuille. In 2017 betrof

⁴⁰ Zie ook pagina 128 van het Jaarverslag 2016 van DNB.

⁴¹ <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/html/index.en.html>

dit een waardevermindering als gevolg van verlagingen van de kredietkwaliteit van EUR 69 mln., conform de kapitaalsleutel komt dit neer op een verlies van EUR 4 mln. voor DNB. In 2018 betrof dit een waardevermindering als gevolg van verlagingen van de kredietkwaliteit van EUR 161 mln., conform de kapitaalsleutel betekent dit een verlies van EUR 9 mln. voor DNB.⁴²

Buffers voor risico's

Vanwege de toegenomen risico's waaraan DNB is blootgesteld heeft DNB begin 2016⁴³ besloten om een voorziening voor krediet- en renterisico's die het loopt als gevolg van het APP op te bouwen. Eventuele verliezen die DNB dient te nemen als gevolg van het APP komen ten laste van deze voorziening, voor zover deze toereikend is. DNB heeft de winst die ze heeft gemaakt o.a. als gevolg van de ECB-programma's, gebruikt om deze voorziening op te bouwen. Over deze programma's boekte DNB in 2018 een resultaat van EUR 805 mln., daarvan is EUR 500 mln. door DNB toegevoegd aan deze voorziening. Totaal bedraagt deze voorziening, per 31 december 2018 ca. EUR 2 mrd. De voorziening wordt de komende jaren verder uitgebouwd tot de doelomvang (gebaseerd op jaarlijkse risicoberekeningen) bereikt is. De hierboven genoemde waardeverminderingen in de CSPP-portefeuille van EUR 4 en 9 mln. kwamen respectievelijk in 2017 en 2018 ten laste van de hiervoor genoemde voorziening.

Naast de voorzieningen hierboven besproken heeft DNB eigen kapitaal en algemene reserves om resterende verliezen op te vangen. Het totaal aan kapitaal en reserves op de balans van de DNB bedroeg op 31 december 2018 in totaal ca. EUR 7,9 mrd.⁴⁴

Naast het deel van het aankoopprogramma dat door DNB wordt uitgevoerd, is er, zoals eerder gemeld, ook een (indirecte) blootstelling aan ABSPP en het deel van PSPP 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 van ABSPP en PSPP die op de balans van de ECB staan komen in eerste instantie ten laste van de voorzieningen die de ECB voor de risico's hierop heeft ingericht. Deze voorziening bedroeg op 31 december 2018 EUR 7,7 mrd.⁴⁵

Met het aflopen van de overheidsgarantie⁴⁶ loopt de Staat geen directe risico's op de monetaire programma's meer. Wel geldt in het uiterste geval dat er op de Staat, als enig aandeelhouder van DNB, een beroep kan worden gedaan om het kapitaal van DNB aan te vullen.

2. 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 er aan 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 voor eigen balans alleen Nederlandse staatobligaties opkoopt.

⁴² Zie jaarverslag DNB 2018: https://www.dnb.nl/binaries/JV_18_tcm46-382987.pdf

⁴³ Kamerstuk 32 013, nr. 124

⁴⁴ Zie jaarverslag DNB 2018: https://www.dnb.nl/binaries/JV_18_tcm46-382987.pdf

⁴⁵ Zie jaarverslag ECB 2018: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2018-d08cb4c623.en.pdf?d4db50437f47e3bf9914e1381b1a2cde>

⁴⁶ Kamerstuk 32 013, nr. 165

Zowel DNB als de ECB hebben voorzieningen en kapitaal opgebouwd om eventuele verliezen als gevolg van het gezamenlijke monetaire beleid op te kunnen vangen. Het is van belang dat deze buffers gelijke tred houden met de risico's die DNB en de ECB lopen. De buffervorming is de resultante van een kapitaalbeleid. In het kapitaalbeleid van DNB worden afspraken gemaakt over de wijze waarop het brutoresultaat dat DNB boekt wordt gealloceerd aan buffers van DNB (voorziening en reserves) dan wel wordt afgedragen aan de Staat. Op dit moment ben ik in overleg met DNB om het kapitaalbeleid van DNB vanuit structurele optiek te bezien. Ik zal u binnenkort op de hoogte stellen van inzichten die voortkomen uit dit overleg.

Zoals beschreven is de ECB gestopt met het doen van netto-aankopen onder het PSPP-programma. Ondanks deze aanpassingen van het monetair beleid zal ik inzichten over de gevolgen van het monetaire beleid voor Nederland blijven verschaffen, net als over de blootstelling die DNB loopt naar aanleiding van ECB-programma's.

Daarnaast blijft het de inzet van dit kabinet om zich in te zetten voor 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,
W.B. Hoekstra