

Vergaderjaar 2019–2020

21 501-07

Raad voor Economische en Financiële Zaken

Nr. 1696

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 20 mei 2020

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

Over dit onderwerp is op eerdere momenten informatie verstrekt aan uw Kamer. Zo heeft uw Kamer op 19 januari 2018 een eerste brief ontvangen en op 23 mei 2019 een tweede brief.¹ Daarnaast heeft uw Kamer reacties ontvangen op verschillend onderzoek van het CPB naar de effectiviteit van monetair beleid.² Ook heeft uw Kamer op 7 juni 2019 een brief ontvangen over het kapitaalbeleid van DNB en heeft op 24 september 2019 het Algemeen Overleg Effecten van het ECB-beleid plaatsgevonden.³ Tevens zijn er Kamervragen beantwoord over de evaluatie van het monetaire beleid door de ECB.⁴

Voor deze jaarlijkse update heb ik het jaarverslag van zowel de ECB als DNB afgewacht.⁵ Ik hecht eraan om te benadrukken dat de ECB en het Eurosysteem en daarmee DNB 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.

¹ Kamerstuk 21 501-07, nrs. 1479 en 1601.

² Kamerstuk 21 501-07, nr. 1583.

³ Kamerstuk 32 013, nr. 215.

⁴ Aanhangsel Handelingen II 2019/20, nr. 1694.

⁵ Jaarverslag DNB: <https://www.dnb.nl/nieuws/publicaties-dnb/jaarverslag/index.jsp>, jaarverslag ECB: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/index.en.htm>.

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 beslist in onafhankelijkheid welke beleidsinstrumenten zij inzet om deze doelstelling te bereiken. 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, om te garanderen dat de beleidsinstrumenten zich vertalen in een verruiming van de financiële omstandigheden voor de gehele eurozone.

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 eerdere jaarlijkse brieven *Risico's Nederlandse Staat als gevolg van ECB-beleid*⁶, maar om een volledig beeld te schetsen noem ik ze hier opnieuw.

ECB-beleid tot de financiële crisis

Het Eurosysteem⁷ voorziet de eurozone in liquiditeit via herfinancieringstransacties⁸. 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 bidder, 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 die banken betalen als zij voor een periode van een week geld lenen van de ECB op 0%.⁹ Ook veilde het Eurosysteem bij haar standaard herfinancieringsoperaties (MRO) niet meer een beperkte hoeveelheid liquiditeit tegen de hoogste bidder, maar stelde ze onbeperkte liquiditeit (gedekt door onderpand) beschikbaar tegen een vast tarief, de zogenaamde «*fixed rate full allotment*»¹⁰. Dit was nodig omdat de interbancaire markt was stilgevallen. Door de toegenomen onzekerheid in de financiële sector verstrekten banken elkaar geen liquiditeit meer en 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,

⁶ Kamerstuk 21 501-07, nrs. 1479 en 1601.

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/mopo/implementation/omo/html/index.en.html>.

⁹ https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html.

¹⁰ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081008_2.en.html.

bijvoorbeeld door het omvallen van anderszins solvabele banken. De ECB verruimde daarnaast de eisen aan onderpand dat voor Eurosysteemfinanciering wordt geaccepteerd.

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)¹¹, een serie langetermijnfinanciering voor banken van 3 maanden tot 3 jaar. In 2014 en 2016 ging de ECB over op een serie *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (TLTRO)¹². 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. vastgoed- en hypotheekleningen) te stimuleren.

Op 7 maart 2019 kondigde de ECB een nieuwe, derde, ronde TLTRO aan. De ECB achtte deze nieuwe leningen nodig om de ruime monetaire condities te waarborgen en de monetaire transmissie te versterken. Het derde TLTRO-programma bestaat uit een reeks van zeven gerichte herfinancieringstransacties, elk met een looptijd van drie jaar, beginnend in september 2019 met een driemaandelijks frequentie.¹³ Op 12 maart jl. heeft de ECB, als reactie op de negatieve economische gevolgen van COVID-19, besloten om de voorwaarden van TLTRO-III transacties te versoepelen. Het maximale totale bedrag dat banken voortaan kunnen lenen via TLTRO-III-transacties is verhoogd van 30% naar 50% van de per 28 februari 2019 uitstaande en in aanmerking komende leningen. Op 30 april jl. heeft de ECB een verdere versoepeling van de TLTRO-voorwaarden geïntroduceerd. Gedurende de periode van juni 2020 tot juni 2021 zal de verrekende rente 50 basispunten lager liggen dande gemiddelde MRO (momenteel 0,0%). Afhankelijk van de uitbreiding van het leningenboek, zal het bij deze transacties toegepaste tarief lager zijn; in de periode die in juni 2021 afloopt, kan dit zo laag zijn als 50 basispunten onder het gemiddelde rentetarief op de depositofaciliteit (momenteel minus 0,5%).¹⁴ Als het leningenboek met 1,15% groeit over de periode van januari 2019 tot en met december 2021 dan geldt het lage tarief van 50 basispunten onder het gemiddelde rentetarief op de depositofaciliteit. Er staat per 1 mei 2020 onder herfinancieringstransacties voor EUR 949 mrd. (excl. swap-line USD-financiering) op de balans van het Eurosysteem.¹⁵

Daarnaast heeft de ECB op 12 maart jl. een nieuwe LTRO-faciliteit aangekondigd. Deze LTRO-faciliteit verschaft tegen gunstige voorwaarden liquiditeit aan banken om de periode tot de TLTRO III-operatie in juni 2020 te overbruggen. Alle LTRO-operaties lopen af op 24 juni 2020 en de rente die banken hierbij betalen is gelijk aan het gemiddelde rentetarief op de depositofaciliteit.¹⁶

Pandemic Emergency Longer-term Refinancing Operation (PELTRO)

Op 30 april jl. heeft de ECB aangekondigd dat er per 20 mei 2020 een nieuwe faciliteit van langlopende leningen voor banken beschikbaar zal komen. Deze zogenaamde *Pandemic Emergency Longer-term Refinancing*

¹¹ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html.

¹² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2019/html/ecb.fst190409.en.html>.

¹³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.pr190912~19ac2682ff.en.html>.

¹⁴ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200430~fa46f38486.en.html>.

¹⁵ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2020/html/index.en.html>.

¹⁶ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200312_2~06c32dabd1.en.html.

Operations (PELTRO) zal bestaan uit zeven herfinancieringstransacties. Het rentetarief zal 25 basispunten onder het gemiddelde MRO-tarief liggen (momenteel 0%). De leningen lopen af tussen juli en september volgend jaar. Dit komt overeen met het moment waarop de versoepeling van de onderpandseisen die per 7 en 23 april jl. is ingegaan ten einde komt.

Covered Bonds Purchase Programme (CBPP)

Het Eurosysteem startte in 2009 met de aankoop van activa via een eerste zogenaamd *Covered Bonds Purchase Programme* van in totaal EUR 60 mrd.¹⁷ 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 1 mei 2020 onder CBPP3 voor EUR 278 mrd. op de balans van het Eurosysteem, waarbij sinds november 2019 weer netto-aankopen plaatsvinden. Voor de afgeronde programma's CBPP1 en CBPP2 staat respectievelijk nog EUR 0,7 en EUR 2,9 mrd. op de balans van het Eurosysteem, waarbij geen netto-aankopen of herinvesteringen meer plaatsvinden.¹⁸

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, 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. aan staatsobligaties¹⁹ «uit naam van het SMP» op de balans van het Eurosysteem. Per 1 mei 2020 is dit nog EUR 39 mrd.²⁰

Outright Monetary Transactions (OMT)

In het najaar van 2012 lanceerde de ECB het *Outright Monetary Transactions* (OMT) programma.²¹ 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

¹⁷ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090604_1.en.html.

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

¹⁹ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090604_1.en.html.

²⁰ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>.

²¹ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html.

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)*²² 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 1 mei 2020 onder het ABSPP voor EUR 30,9 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 *Quantitative Easing (QE)*. Later is ook het *Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)* gestart en tevens onderdeel geworden van het APP. Tabel 1 geeft een overzicht van de totale boekwaarde van het APP per programmaonderdeel.

Tabel 1. Overzicht aankoopvolumes per onderdeel van het APP¹

Afkorting programma	Aanvang	Omschrijving	Aankoop-volume ² in EUR mln.
<i>CBPP3</i>	Okt. 2014	Aankoop van covered bonds	277,696
<i>ABSPP</i>	Nov. 2014	Aankoop van securitisaties	30,936
<i>PSPP</i>	Mrt. 2015	Aankoop staatsobligaties en publieke entiteiten	2,189,257
<i>CSPP</i>	Mrt. 2016	Aankoop bedrijfsobligaties	207,067
Totaal APP			2,704,956

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

² APP-houderschapsdata per 1 mei 2020.

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 halfjaar 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.

²² https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141002_1.en.html.

- 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. Wel bleef de ECB herinvesteringen verrichten bij de aflossingen op obligaties die zijn aangekocht in het kader van het APP en die de vervaldatum hebben bereikt.
- Op 12 september 2019 heeft de ECB besloten de netto-aankopen onder het APP vanaf 1 november 2019 te hervatten met EUR 20 mrd. per maand.
- Op 12 maart jl. heeft de ECB bekend gemaakt een extra «tijdelijke QE-envelop» van EUR 120 mrd. toe te voegen aan het APP-programma in respons op COVID-19.
- Dit bedrag van EUR 120 mrd. komt bovenop de bestaande aankopen van EUR 20 mrd. per maand. De ECB heeft aangegeven dat deze envelop over de rest van het jaar flexibel kan worden ingezet.
- Deze flexibiliteit biedt het Eurosysteem de mogelijkheid om te reageren op volatiele marktomstandigheden. Dit kan gepaard gaan met schommelingen in de verdeling van aankopen tussen de verschillende programma's van het APP en tussen jurisdicties.
- Tijdelijke afwijkingen van een evenwichtige verdeling in de aankopen tussen jurisdicties vallen onder het programma, waarbij de voorwaarde blijft gelden dat de kapitaalsleutel het ankerpunt is voor de toewijzing van cumulatieve netto-aankopen op voorraadbasis.
- Het totaalbedrag dat uitstaat binnen het APP komt per 1 mei 2020 uit op ca. EUR 2.705 mrd.

Public Sector Purchase Programme (PSPP)

Het PSPP maakt als gezegd 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 1 mei 2020 ca. EUR 2.189 mrd. op de balans van het Eurosysteem onder dit programma.²³

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 PSPP:²⁴

- Bij de uitvoering van het PSPP is ervoor 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 ingaan in sectie 2 van deze brief over blootstelling.
- 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.²⁵

²³ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>.

²⁴ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp-qa.en.html>.

²⁵ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.pr181213.en.html>.

- 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.
- Onder het PSPP worden enkel obligaties aangekocht van uitgevers 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. Op 18 maart jl. 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, waar voorheen 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 1 mei 2020 voor EUR 207 mrd. op de balans van het Eurosysteem.

Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

Op 18 maart jl. heeft de ECB, in respons op COVID-19, aangekondigd het *Pandemic Emergency Purchase Programme* te zullen starten, waarbij tijdelijk publieke en private activa worden 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. Aankopen onder het PEPP begonnen op 26 maart 2020 en eindigen wanneer de crisisfase van COVID-19 voorbij is, maar niet voor het einde van 2020.

Het PEPP bedraagt in totaal EUR 750 mrd. Dit bedrag wordt in de loop van 2020 flexibel ingezet.

- *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. Mochten staatsobligaties van andere landen ook een zogenaamde *non-investment grade* kredietrating krijgen net als Griekenland, dan zal het Eurosysteem mogelijk ook deze obligaties onder PEPP opkopen. De ECB heeft zich echter hierover nog niet uitgelaten. Ook zijn onder het PEPP aankopen mogelijk van obligaties in de publieke sector vanaf een minimum looptijd 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 worden volgens de ECB binnen het PEPP in beginsel over de eurolanden verdeeld aan de hand van de kapitaalsleutel van de ECB. Tegelijkertijd zullen aankopen ook onder het PEPP op flexibele wijze kunnen plaatsvinden. Dit kan zorgen voor schommelingen in de spreiding van aankoopstromen in de tijd, over verschillende activacategorieën en over de verschillende jurisdicties. Net als bij het PSPP, blijft de toewijzing van de cumulatieve netto-aankopen van publieke activa op voorraadbasis gebaseerd op de kapitaalsleutel.

- *Risicodeling*: Ten slotte heeft de ECB aangegeven dat dezelfde beginselen van risicodeling die gelden voor het APP ook gelden voor het PEPP. Dit betekent dat 20% van de publieke sector aankopen binnen het PEPP onderhevig zijn aan risicodeling. Wat dit betekent voor de blootstelling van DNB zal ik nader beschrijven in sectie 2. Er staat onder het PEPP per 1 mei 2020 voor EUR 118,8 mrd. op de balans van het Eurosysteem.²⁶

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 eventuele winsten of verliezen in het kader van monetaire beleidstaken worden verdeeld over de Nationale Centrale Banken (NCB's) binnen het Eurosysteem.²⁷ 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. De kapitaalsleutel wordt elke vijf jaar geactualiseerd op basis van data van de Europese Commissie. De laatste periodieke actualisatie vond plaats op 1 januari 2019. Daarnaast is de kapitaalsleutel tussentijds geactualiseerd op 1 februari 2020 als gevolg van het vertrek van de Bank of England (BoE) uit het Europees Stelsel van Centrale Banken. Het aandeel van de BoE in het geplaatste kapitaal van de ECB (van 14,3%) is verdeeld over zowel de NCB's van het eurogebied als de resterende NCB's buiten het eurogebied. De NCB's van het eurogebied zullen hun gestegen aandeel in het geplaatste kapitaal van de ECB volstorten in twee jaarlijkse termijnen, te beginnen in 2021.²⁸ Als gevolg van deze herziening van de kapitaalsleutel is het aandeel van DNB in de Eurosysteem-kapitaalsleutel toegenomen van 5,8429% naar 5,8604%.²⁹

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 CBPP3³⁰, SMP, CSPP en delen van het PSPP en PEPP.³¹

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 1 mei 2020. De cijfers die de blootstelling van DNB weergeven zijn afkomstig uit het jaarverslag van DNB en zijn daardoor per 31 december 2019. 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.

²⁶ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.

²⁷ Artikel 32 ESCB Statuut.

²⁸ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200130_2~59d6fffe1.nl.html.

²⁹ De volgende periodieke actualisatie van de kapitaalsleutel zal volgen op 1 januari 2024.

³⁰ Voor de programma's CBPP 1 en CBPP 2 was er geen risicodeling van toepassing.

³¹ Op het ABSPP is de blootstelling van de DNB volledig indirect gezien deze activa op de balans van de ECB 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 30,9 mrd. Dit is ca. EUR 1,8 mrd. per 1 mei 2020.

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 en PEPP in EUR mrd.¹

	Herfinancierings- transacties	SMP	CBPP 1-3	CSPP
Totale omvang op balans Eurosysteem ⁸	948,9	38,5	281,3	207,1
Blootstelling van DNB ²	36,5	2,6	14,3	10,9

¹ Cijfers over de omvang van de balans van het Eurosysteem zijn per 1 mei 2020. Cijfers over de blootstelling van DNB volgen uit het jaarverslag van DNB en zijn per 31 december 2019.

² Cijfers over de blootstelling van de DNB komen uit het DNB-jaarverslag over 2019 en geven dus de situatie eind 2019 weer.

Blootstelling DNB op PSPP

Zoals eerder aangegeven is er bij de uitvoering van PSPP voor gekozen om de risicodeling te beperken.³² 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 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 2019 ruim EUR 111 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 procentpunt³³ 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%³⁴ van de omvang van PSPP, wat neerkomt op een bedrag van ca. EUR 10,9 mrd. (stand mei 2020).

³² https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html.

³³ 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/celext_32016d0008_en_txt2.pdf.

³⁴ Het precieze percentage bedraagt hier 0,527%.

Voor de overige ca. 11 procentpunt³⁵ 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 kapitaal-sleutel, 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%³⁶ van de omvang van PSPP wat neerkomt op een bedrag van ca. EUR 13,1 mrd. (stand mei 2020). 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 instanties³⁷ 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.³⁸ Dit betekent dat 20% van de publieke sector aankopen en 100% van de private 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. Tot en met 1 mei 2020 is er onder het PEPP voor 118,8 EUR mld. aan activa opgekocht. De verdeling van de aankopen binnen het PEPP over verschillende activacategorieën en over de verschillende jurisdicties is door de ECB (nog) niet bekendgemaakt. Op 30 april jl. heeft ECB-president Lagarde bekendgemaakt dat data over de verdeling van aankopen binnen het PEPP om de twee maanden zal worden gepubliceerd. De ECB heeft aangegeven dat de informatie die openbaar zal worden gemaakt net zo gedetailleerd zal zijn als bij het APP. Het enige verschil is dat bij het APP deze informatie maandelijks wordt gepubliceerd en bij het PEPP tweemaandelijks. Volgens de ECB is een tweemaandelijks publicatie beter geschikt voor het PEPP gezien de specifieke aard van het programma.

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 renterisico en kredietrisico.³⁹ DNB loopt deze risico's op de onderdelen van haar balans, zowel op de stukken van haar eigen beleggingsportefeuille als de eerdergenoemde onderdelen van het gezamenlijke monetaire beleid binnen het Eurosysteem.

³⁵ 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.

³⁶ Het precieze percentage hier is 0,64%.

³⁷ Kamerstuk 21 501-07, nr. 1458.

³⁸ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/pepp-qa.en.html>.

³⁹ Zie ook pagina 128 van het Jaarverslag 2016 van DNB.

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 (activazijde), terwijl tegelijkertijd een hogere beleidsrente moet worden vergoed op de deposito's van banken (passivazijde). In een dergelijk scenario verslechteren de netto rente-inkomsten voor DNB dus. Uit het jaarverslag van DNB volgt dat het renterisico in 2019 netto is afgenomen als gevolg van het naar achteren schuiven van het verwachte moment van de eerste beleidsrenteverhoging. In 2020 stijgt naar verwachting het renterisico doordat de uitbreiding van het APP en het nieuwe programma PEPP leiden tot een toename van de hoeveelheid langlopende stukken op de activazijde van de balans van DNB en deposito's van banken op de passivazijde van de balans van DNB.

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. In 2020 nemen de kredietrisico's van DNB naar verwachting toe door oplopende blootstellingen en mogelijke negatieve gevolgen van de COVID-19 uitbraak voor de kredietkwaliteit van bestaande blootstellingen.

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.⁴⁰ Normaal gesproken maken centrale banken winst op monetaire operaties. 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 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. Daarnaast is de ECB in maart 2020 als aangegeven een LTRO-faciliteit gestart die loopt tot de TLTRO III-operatie start in juni 2020. Alle LTRO-operaties lopen dus af op 24 juni 2020 en de rente die banken betalen is gelijk aan het rentetarief op de depositofaciliteit.

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 herstructureerd worden. 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 kredietwaar-

⁴⁰ <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/html/index.en.html>.

digheid 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.⁴¹ 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 plaatsgevonden als gevolg van verlagingen van de kredietkwaliteit in de CSPP-portefeuille. In 2017 betrof 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 Ultimo 2019 is de voorziening voor dit verlies bijgesteld naar EUR 5 mln.

Buffers voor risico's

De buffers van DNB bestaan uit twee onderdelen:

- 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. Het totaal aan kapitaal en reserves op de balans van de DNB bedraagt ultimo 2019 in totaal ca. EUR 8,5 mrd.⁴³
- 2) *Voorziening voor financiële risico's*. DNB heeft de inkomsten die ze heeft gehad o.a. als gevolg van de ECB-programma's, gebruikt om deze voorziening op te bouwen. Dit is een buffer voor tijdelijke risico's waarvan verwacht wordt dat deze niet zullen materialiseren, maar waar DNB wel op voorbereid moet zijn. Eventuele verliezen die DNB dient te nemen als gevolg van het APP komen eerst ten laste van deze voorziening. 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. De omvang van de voorziening bedraagt ultimo 2019 EUR 1,8 miljard.

DNB gaat als onafhankelijke centrale bank zelfstandig over de jaarlijkse winstvaststelling. DNB heeft ruime bevoegdheden om voorzieningen aan te leggen voor risico's die zij loopt. Bij het beschouwen van de buffers is de verhouding tussen de buffers en de gecalculerde omvang van de

⁴¹ Kamerstuk 21 501-07, nr. 1530.

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

⁴³ Zie jaarverslag DNB 2019: https://www.dnb.nl/binaries/jaarverslag-dnb-2019-jaarrekening_tcm46-387912.pdf.

risico's relevant om het gewenste niveau van de buffers te beschouwen. DNB maakt hiervoor inschattingen van de risico's op de balans met een combinatie van statistische modellen en scenarioanalyses, zoals gebruikelijk voor financiële instellingen. Het rente- en kredietrisico voortkomend uit het onconventionele monetaire beleid is in 2019 volgens DNB gedaald van EUR 2,3 miljard naar EUR 1,8 miljard. Deze risico's nemen als gevolg van de uitbraak van COVID-19 weer toe in 2020.

Met ingang van de winstuitkering van DNB over 2019 geldt dat er nieuw kapitaalbeleid wordt toegepast, wat toeziet op zowel de opbouw van kapitaal als op de opbouw van voorzieningen. Het doel van deze afspraken is dat DNB adequaat gekapitaliseerd is en blijft. Als gevolg van deze afspraken zal DNB minder snel in een situatie van een buffertekort terechtkomen⁴⁴. Op grond van dit nieuwe kapitaalbeleid is over de winst van 2019, EUR 540 miljoen aan het kapitaal toegevoegd en EUR 177 miljoen aan de voorziening onttrokken.

De Staat loopt geen directe risico's op de monetaire programma's meer⁴⁵. 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.

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 hierop heeft ingericht. Deze voorziening bedroeg op 31 december 2019 EUR 7,7 mrd.⁴⁶

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.

Zowel DNB als de ECB hebben voorzieningen en kapitaal opgebouwd om eventuele verliezen als gevolg van het gezamenlijke monetaire beleid op te kunnen vangen. De buffervorming is de resultante van het kapitaalbeleid.⁴⁷

Zoals beschreven is de ECB opnieuw gestart met het doen van netto-aankopen onder het APP. Daarnaast is de ECB een nieuw aankoopprogramma (PEPP) gestart als reactie op de COVID-19 uitbraak. Ik zal deze 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.

⁴⁴ Buffertekort houdt in dat de som van de gecalculeerde risico's groter is dan de omvang van de buffers.

⁴⁵ Kamerstuk 32 013, nr. 165.

⁴⁶ Zie jaarverslag ECB 2019: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/index.en.html>.

⁴⁷ Zie: <https://www.dnb.nl/over-dnb/organisatie/kapitaalbeleid/index.jsp>.

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,
W.B. Hoekstra