

Vergaderjaar 2023–2024

21 501-07

Raad voor Economische en Financiële Zaken

Nr. 2048

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 14 juni 2024

Tijdens de Algemene Financiële Beschouwingen (AFB) van 8 en 9 november 2017 is door oud-minister Hoekstra 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.^{1, 2}

In deze brief beschrijf ik allereerst de stand van zaken van de monetaire programma's die de ECB heeft geïmplementeerd. Vervolgens geef ik een overzicht van de mate waarin DNB aan deze programma's is blootgesteld. Daarbij wordt ook ingegaan op de risico's aangaande TARGET2. Tot slot ga ik in op de winstgevendheid en kapitaalpositie van DNB. Daarbij behandel ik ook het verzoek van uw Kamer om terug te komen op de verliezen van andere centrale banken in het Eurosysteem,³ en om te reageren op de schatting van het Centre for Economic Policy studies t.a.v. het verlies van DNB.⁴

1. Beschrijving programma's ECB

De ECB heeft als mandaat het handhaven van prijsstabiliteit in de eurozone. Daarbij streeft de ECB naar een inflatie van 2% op de middellange termijn. Ik hecht eraan te benadrukken dat de ECB en de nationale centrale banken (NCB's), waaronder DNB, die samen het Eurosysteem vormen, onafhankelijk zijn in het bepalen van het monetaire beleid.

In de jaren voor de coronacrisis lag de inflatie in de eurozone lang onder de inflatiedoelstelling van de ECB. Om de inflatie terug te brengen naar de doelstelling heeft de ECB destijds haar beleid verruimd via een sterke

¹ Annual Report 2023 (europa.eu).

² Jaarverslag 2023 (dnb.nl).

³ TZ20 240, nr. 055.

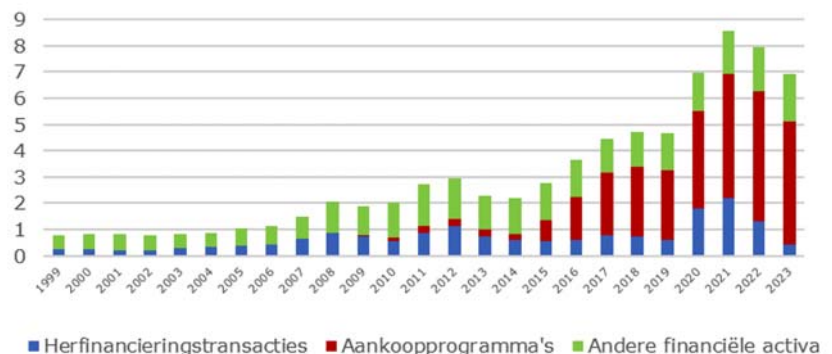
⁴ TZ202303031.

verlaging van de beleidsrentes en de start van verschillende aankoopprogramma's. Tijdens de coronacrisis is de ECB bovendien gestart met additionele monetaire programma's om de impact van de pandemie voor de monetaire transmissie en de economische vooruitzichten te beperken.

Vanaf medio-2021 begon de inflatie mondiaal snel op te lopen door verstoringen in mondiale waardeketens, oplopende energieprijzen en een hoge vraag van consumenten na de pandemie. Dit werd vervolgens versterkt door de energieprijsschok die volgde op de Russische inval in Oekraïne. Als reactie hierop heeft de ECB – evenals andere centrale banken – het monetaire beleid verkapt. Zo heeft de ECB vanaf medio 2022 de beleidsrente stap voor stap verhoogd en is de ECB begonnen met het afbouwen van haar balans. Inmiddels is de inflatie binnen het eurogebied gedaald tot 2,6% in mei. De ECB ziet hiermee voldoende tekenen dat de inflatie duurzaam terugkeert richting haar doelstelling. Tijdens de meest recente vergadering van 6 juni heeft de ECB daarom de beleidsrente voor het eerst weer verlaagd. De ECB verwacht dat de rente ook na deze verlaging nog verkrappend is, en de inflatie dus verder afremt. Vooruitkijkend raamt de ECB de inflatie voor het eurogebied op 2,5% in 2024, 2,2% in 2025 en 1,9% in 2026.

Figuur 1 toont een uitsplitsing van de geconsolideerde activa van het Eurosysteem. De balans van het Eurosysteem bereikte in 2021 een omvang van EUR 8,6 biljoen. Door het verkrappende monetaire beleid is de balans sindsdien afgenomen tot EUR 6,9 biljoen eind 2023. Van dit totale bedrag houdt 74% verband met het gevoerde monetaire beleid, bestaande uit herfinancieringstransacties (6% van de totale activa) en voor monetaire beleidsdoeleinden aangekochte activa (68% van de totale activa). De balansafbouw van de afgelopen twee jaar is grotendeels het resultaat van een daling van de herfinancieringstransacties. De overige 26% bestaat uit door het Eurosysteem aangehouden vreemde valuta's, goud, en de niet-monetaire beleidsportefeuilles.

Figuur 1. Geconsolideerde balans Eurosysteem EUR bjn.



Bron: ECB Annual consolidated balance sheet of the Eurosystem

Tabel 1 geeft een overzicht van de totale boekwaarde van de verschillende monetaire beleidsmaatregelen en ECB-programma's op de balans van het Eurosysteem per 31 mei 2024. Hieronder ga ik in op de ontwikkelingen onder deze programma's in het afgelopen jaar. Voor een uitgebreide toelichting op de verschillende programma's verwijs ik uw Kamer naar de jaarlijkse informatiebrief van 2023.⁵

⁵ Kamerstukken II 2022/23, 21 501-07, nr. 1959.

Tabel 1. Overzicht programma's en aankoopvolumes

Programma	Aanvang	Omschrijving	Holdings ¹ in EUR mld.
Herfinancieringstransacties	Jan. 1999	Liquiditeit via herfinancieringstransacties	152
SMP	Mei 2010	Aankoop staatsobligaties vijf lidstaten	1
OMT	Sep. 2012	Aankoop staatsobligaties	0
CBPP3 (APP)	Okt. 2014	Aankoop van gedekte obligaties	269
ABSPP (APP)	Nov. 2014	Aankoop van securitisaties	9
PSPP (APP)	Mrt. 2015	Aankoop staatsobligaties en publieke entiteiten	2.271
CSPP (APP)	Mrt. 2016	Aankoop bedrijfsobligaties	309
<i>Totaal APP</i>			<i>2.859</i>
Publieke sector (PEPP)	Mrt. 2020	Aankoop staatsobligaties en publieke entiteiten	1.610*
Bedrijfsobligaties (PEPP)	Mrt. 2020	Aankoop bedrijfsobligaties	46*
Commercial paper (PEPP)	Mrt. 2020	Aankoop commercieel handelspapier	0*
Covered bonds (PEPP)	Mrt. 2020	Aankoop van gedekte obligaties	6*
<i>Totaal PEPP</i>			<i>1.662</i>
TPI	Jul. 2022	Aankoop obligaties bij fragmentatie	0
Totaal alle programma's			4.674

Bron: Open market operations (europa.eu).

¹ Houderschapsdata is per 31 mei 2024, behalve voor de afzonderlijke programma's onder het PEPP (gemarkeerd met *) waarover per eind maart 2024 wordt gerapporteerd; door afrondingsverschillen kan het totaal afwijken van de data op de website van de ECB.

Herfinancieringstransacties

Het Eurosysteem voorziet het bankwezen van de eurozone in liquiditeit via herfinancieringstransacties, waarbij banken tegen onderpand geld kunnen lenen. Op reguliere basis gebeurt dit middels de basisherfinancieringstransacties (MRO's) met een looptijd van één week en de langerlopende herfinancieringstransacties (LTRO's) met een looptijd van drie maanden. Na de financiële crisis is de ECB ook LTRO's met een langere looptijd (tot drie jaar) en gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO's) gaan aanbieden om banken meer financieringszekerheid te geven en de kredietverlening te stimuleren. TLTRO's vormden een belangrijk onderdeel van de reactie van de ECB op de coronacrisis, waardoor de omvang van de herfinancieringstransacties op de balans van het Eurosysteem relatief sterk toenam in 2020 en 2021.

Als onderdeel van de normalisatie van het monetaire beleid besloot de ECB in oktober 2022 om de voorwaarden van het TLTRO-programma aan te passen om het voor kredietinstellingen aantrekkelijker te maken om deze leningen vrijwillig vervroegd af te lossen. Door vervroegde aflossingen en het aflopen van leningen is het totaal uitstaande bedrag aan herfinancieringstransacties het afgelopen jaar aanzienlijk afgenomen. Eind mei 2024 stond er nog voor EUR 152 mld. aan herfinancieringstransacties op de balans van het Eurosysteem.⁶ Vorig jaar rond dezelfde tijd bedroeg dit nog EUR 1.103 mld.

⁶ Dit omvat zowel de reguliere herfinancieringsoperaties als de (T)LTRO's met een langere looptijd.

Asset Purchase Programme (APP)

Onder het APP voert de ECB vier verschillende aankoopprogramma's uit, waarbinnen gedekte obligaties (CBPP3⁷), effecten op onderpand van activa (ABSPP), staatsobligaties en obligaties van nationale en Europese instellingen (PSPP) en bedrijfsobligaties (CSPP) worden aangekocht. Deze programma's zijn in de periode 2014–2016 opgestart om de doorwerking van het monetaire beleid te bevorderen en de inflatie aan te jagen. Op het hoogtepunt in 2022 stond er onder het APP circa EUR 3.300 mld. op de balans van het Eurosysteem.

In juli 2022 heeft de ECB de netto-aankopen in het kader van het APP beëindigd in reactie op de oplopende inflatie. In 2023 is de ECB gestart met het afbouwen van de APP-portefeuille door in eerste instantie aflopende activa gedeeltelijk te herinvesteren (van maart t/m juni 2023) en vervolgens volledig te stoppen met herinvesteringen (vanaf juli 2023). Het totaal uitstaande bedrag aan onder het APP aangehouden activa neemt hiermee geleidelijk af, en bedroeg eind mei 2.024 EUR 2.859 mld.

Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

In reactie op het uitbreken van de pandemie heeft de ECB in maart 2020 het PEPP opgezet om de behoorlijke en gelijke doorwerking van het monetaire beleid naar alle eurozonelanden te waarborgen en de economische schok van de pandemie te absorberen. Het PEPP is een tijdelijk programma waaronder alle activacategorieën die ook in aanmerking komen voor het APP-programma kunnen worden aangekocht.

In maart 2022 besloot de ECB om de netto-aankopen van activa onder het PEPP stop te zetten. Aflopende activa zullen tot eind juni 2024 volledig worden geherinvesteerd. Eind mei 2024 stond er voor EUR 1.662 mld. op de balans van het Eurosysteem. Vanaf juli 2024 start de ECB met het afbouwen van de PEPP-portefeuille door aflopende activa gedeeltelijk te herinvesteren.⁸ Vanaf 2025 zal de ECB volledig stoppen met herinvesteringen onder het PEPP-programma.

Overige programma's (SMP, OMT, TPI)

De ECB startte in mei 2010 met het *Securities Markets Programme* (SMP) om de stress in bepaalde segmenten binnen de Europese staatsobligatiemarkt te adresseren en hiermee de monetaire transmissie te ondersteunen. Onder dit programma zijn staatsobligaties van vijf lidstaten (Griekenland, Portugal, Ierland, Spanje en Italië) aangekocht. Het SMP werd beëindigd in 2012. Sindsdien is door het aflopen van obligaties het volume van onder het SMP aangekochte activa op de balans van het Eurosysteem sterk afgenomen. Per eind mei 2024 bedraagt dit nog EUR 1,3 mld. Het SMP werd vervangen door het *Outright Monetary Transactions* (OMT) programma, dat volgde op de bekende «*whatever it takes*»-speech van toenmalig ECB-president Mario Draghi in juli 2012. Deze speech en de aankondiging van het OMT in september 2012 bleken voldoende te zijn om de prijsvorming op markten voor staatsobligaties te herstellen. Deze prijsvorming werd volgens de ECB verstoord door oplopende risicopremies gerelateerd aan het gebrek aan vertrouwen in de euro. Onder het OMT zijn tot dusver nooit aankopen gedaan. Dit geldt ook

⁷ Dit programma volgt op eerdere aankoopprogramma's voor gedekte obligaties (CBPP1 en CBPP2) die zijn uitgevoerd vanaf 2009. Deze programma's werden beëindigd in respectievelijk 2010 en 2012, en alle gedekte obligaties die hieronder werden aangehouden zijn inmiddels afgelopen.

⁸ De afbouw zal gemiddeld EUR 7,5 mld. per maand bedragen.

voor het *Transmission Protection Instrument* (TPI). Dit programma is in juli 2022 ten tijde van snel oplopende inflatie en de omslag van het monetaire beleid geïntroduceerd ter voorkoming van fragmentatie, maar is tot op heden nog niet geactiveerd door de ECB.⁹

2. Blootstelling van DNB op ECB-programma's

NCB's spelen binnen het Eurosysteem een belangrijke rol in de implementatie van het monetaire beleid van de ECB. Als gevolg zijn deze NCB's zowel direct als indirect blootgesteld aan de risico's die hiermee gepaard gaan. De voornaamste financiële risico's die DNB via de ECB-programma's loopt zijn kredietrisico's en renterisico's. Dit deel van de brief gaat in op de kredietrisico's die worden gelopen op de monetaire operaties, deel 3 gaat in op de gevolgen van het materialiseren van het renterisico op de winstgevendheid en kapitaalpositie van DNB.

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 NCB's binnen het Eurosysteem.¹⁰ Deze verdeling vindt plaats conform de kapitaalsleutel van de NCB's, verdisconteerd voor Eurolanden. Deze kapitaalsleutel betreft het aandeel van NCB's in het kapitaal van de ECB en wordt berekend op basis van het bbp en het aantal inwoners, waarbij beide indicatoren even zwaar wegen. Het aandeel van DNB in de Eurosysteem-kapitaalsleutel bedraagt 5,9077%.

Bij de uitvoering van de publiekesectorprogramma's onder het APP en het PEPP is echter gekozen om risico- en inkomstendeling te beperken.¹¹ 80% van de omvang van de aankopen van publieke obligaties wordt gedaan door NCB's en hier is geen risicodeling op van toepassing. De NCB's binnen het Eurosysteem kopen enkel obligaties op van hun eigen overheden. Verliezen of winsten over deze aankopen dienen de NCB's zelf op te vangen en worden niet gedeeld met andere NCB's. Onder beide programma's is DNB dus beperkt blootgesteld aan de kredietrisico's van andere eurolanden. Voor deze 80% betekent dit ook dat DNB geen inkomsten ontvangt uit de aankopen van andere NCB's waarvoor over het algemeen een hogere rentevergoeding geldt vanwege een gemiddeld genomen lagere kredietwaardigheid dan van de Nederlandse staat.

Over de overige 20% van de aankopen is DNB indirect blootgesteld naar rato van de kapitaalsleutel van de ECB. Deze 20% bestaat voor circa 10 procentpunt uit staatsobligaties van eurolanden die de ECB aankoopt en voor 10 procentpunt uit obligaties van supranationale instellingen, zoals de Europese Investeringsbank (EIB) en het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM).

Tabel 2 toont de blootstelling van DNB op de eerdergenoemde monetaire operaties.¹² De monetaire blootstellingen van DNB bedroegen eind 2023 EUR 262 mld. Dit betreft een afname van EUR 65 mld. ten opzichte van het jaar ervoor, wat het gevolg is van de verkrapping van het monetaire beleid. Zo zijn de blootstellingen onder de herfinancieringstransacties afgenomen door de aflossingen van banken op TLTRO's. Ook de blootstellingen onder de aankoopprogramma's zijn afgenomen door de afbouw

⁹ Zie voor een uitgebreidere toelichting op het TPI de kabinetsreactie op het rapport van de studiegroep ECB: Kamerstukken II 2023/24, 21 501-07, nr. 2037.

¹⁰ Artikel 32 ESCB Statuut.

¹¹ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html

¹² Op het ABSPP is de blootstelling van de DNB volledig indirect gezien deze activa op de balans van de ECB staan.

van de APP-portefeuille. De tabel laat zien dat er onder PSPP en PEPP beperkt sprake is van risicodeling in het Eurosysteem. De blootstelling die DNB loopt op beide programma's bestaat namelijk grotendeels op de Nederlandse staat, terwijl de blootstelling op obligaties van andere landen en supranationale obligaties relatief beperkt is. In totaal heeft meer dan 70% van de blootstelling die DNB loopt op de monetaire programma's van het Eurosysteem betrekking op de Nederlandse staat.

Tabel 2. Monetaire blootstellingen DNB eind 2023 per programma per land (in miljard euro)

	OMO ¹	SMP	CBPP3	PSPP	CSPP	PEPP	Totaal
Nederland	0,5	0,0	1,4	103,2	5,5	74,8	185,4
Frankrijk	5,6	0,0	4,8	0,0	6,0	0,8	17,2
Duitsland	4,2	0,0	3,7	0,0	2,4	0,4	10,6
Italië	8,8	0,0	1,3	0,0	1,3	0,2	11,5
Spanje	1,3	0,0	2,1	0,0	1,3	0,3	5,1
Overig ²	3,5	0,1	2,0	14,9	2,5	9,6	32,6
Totaal	23,9	0,1	15,3	118,1	19,0	86,0	262,4
Verschil t.o.v. dec. '22	- 53,7	0,0	- 1,0	- 8,7	- 1,3	- 0,6	- 65,3

¹ OMO duidt hier op herfinancieringstransacties

² Betreft met name waardepapier uitgegeven door supranationale instellingen

Bron: Jaarverslag DNB 2023. Door afrondingsverschillen kan het totaal afwijken van de som van de uitsplitsing per land en per programma.

TARGET2

In eerdere brieven over de risico's voor de Nederlandse staat van het ECB-beleid hebben mijn voorgangers uw Kamer ook geïnformeerd over TARGET2 en de gerelateerde risico's in het hypothetische scenario dat een lidstaat de eurozone zou verlaten.¹³ Daarbij merkt het kabinet wederom op dat dit een theoretisch vraagstuk is, omdat vertrek van lidstaten uit de eurozone niet aan de orde is.

Ook over de totstandkoming van TARGET2-saldi en hoe die geïnterpreteerd moeten worden hebben mijn voorgangers uw Kamer eerder geïnformeerd.¹⁴ TARGET2-saldi weerspiegelen het netto-resultaat van liquiditeit verstrekt door het Eurosysteem aan tegenpartijen met rekeningen bij de verschillende NCB's. Deze saldi volgen uit de cumulatieve grensoverschrijdende betalingen tussen deze tegenpartijen. Deze saldi weerspiegelen dus niet de schulden tussen eurolanden onderling en ook niet de directe blootstelling van NCB's op eurolanden met een negatief TARGET2-saldo. Net als alle andere vorderingen en verplichtingen van NCB's tegenover de ECB, zijn TARGET2-saldi boekhoudkundige saldi die niet worden verrekend. Deze TARGET2-saldi fluctueren dagelijks aan de hand van de grensoverschrijdende nettobetalingen binnen TARGET2. Gezien het volume aan dagelijkse overboekingen in het Eurosysteem is de volatiliteit van de TARGET2-saldi van NCB's tegenover de ECB op dagbasis zeer groot. Figuur 2 geeft de meest actuele TARGET2-saldi van NCB's tegenover de ECB weer.¹⁵ Deze worden maandelijks openbaar gerapporteerd op de website van de ECB. Ten opzichte van de vorige brief zijn de TARGET2-saldipositities van NCB's tegenover de ECB veelal licht afgenomen, zo ook voor DNB.¹⁶ Deze ontwikkeling valt samen met de sinds vorig jaar verder afgenomen omvang van de balans van het Eurosysteem, zoals hierboven toegelicht.

¹³ Kamerstukken II 2020/21, 21 501-07, nr. 1759; Kamerstukken II 2022/23, 21 501-07, nr. 1959.

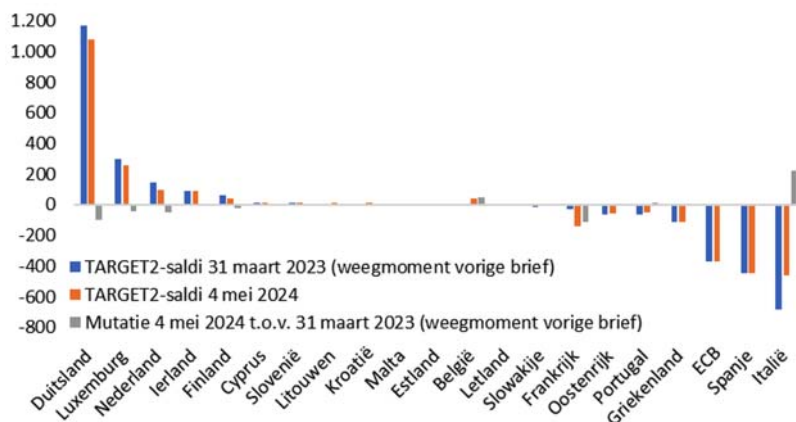
¹⁴ Kamerstukken II 2020/21, 21 501-07, nr. 1759; Kamerstukken II 2022/23, 21 501-07, nr. 1959.

¹⁵ Disaggregated financial statement Eurosystem 4 mei 2024 (gepubliceerd 04/06/24): Disaggregated data (Europa.eu)).

¹⁶ Kamerstukken II 2022/23, 21 501-07, nr. 1959.

In het hypothetische geval dat een lidstaat de eurozone zou verlaten, geldt dat de betreffende NCB haar balanspositie jegens de ECB behoudt. Tot deze verplichtingen behoren ook het TARGET2-saldo en de chartale positie (bankbiljetten). Dit is in economisch opzicht niet anders dan onder de huidige situatie. Zoals ECB-president Draghi in een brief van 18 januari 2017 aan leden van het Europees Parlement meldde, dient een NCB van het uit het Eurosysteem tredende land haar verplichtingen tegenover de ECB volledig te vereffenen. Indien daar problemen uit zouden voortkomen, dienen hier afspraken over gemaakt te worden. Als de financiële afwikkeling onvoldoende is en de vordering niet kan worden verevend, kan de ECB in het uiterste geval een verlies lijden. Dit verlies zou dan naar rato van het gecorrigeerde aandeel in de kapitaalsleutel van de andere eurozone NCB's neerslaan, en is dus niet afhankelijk van de netto vordering of verplichting van NCB's tegenover de ECB.

Figuur 2. TARGET2-saldi NCB's tegenover ECB (4 mei 2024, EUR mld.)



3. Winstgevendheid en kapitaalpositie van DNB

Naast kredietrisico loopt DNB ook renterisico doordat de looptijden van rentedragende activa en passiva niet overeenkomen. Zoals hierboven toegelicht heeft DNB het afgelopen decennium op grote schaal activa aangekocht om de liquiditeit te vergroten en de inflatie aan te jagen. Als gevolg van de verhoging van de beleidsrente materialiseert het renterisico zich momenteel en is de winstgevendheid van de ECB en NCB's onder druk komen te staan. DNB boekte over 2023 een negatief resultaat van EUR 3,5 mld.¹⁷ Dit werd voorzien, zoals mijn ambtsvoorganger uw Kamer eind 2022 schriftelijk liet weten.¹⁸

Recent is de toekomstbestendigheid van het kapitaalbeleid van DNB geëvalueerd door DNB en het Ministerie van Financiën. Hieruit bleek dat het kapitaalbeleid in belangrijke mate bestendig is en dat een herkapitalisatie niet aan de orde is. Hierover is in december 2023 een brief aan uw Kamer gestuurd.¹⁹ De verliezen van DNB zijn tijdelijk en DNB wordt in staat gesteld om op termijn haar buffers via inhouding van winsten te herstellen. Hoewel de verliezen afhankelijk zijn van toekomstige inflatie- en renteontwikkelingen, en daarmee met de nodige onzekerheid zijn omgeven, is de verwachting dat het kapitaal en de reserves van DNB de komende jaren positief blijven.²⁰ Ook werd in de evaluatie geconcludeerd

¹⁷ Zie het Jaarverslag van de Nederlandsche Bank (DNB) – Jaarverslag 2023 (dnb.nl)

¹⁸ Bijlage bij Kamerstukken II 2022/23, 32 013, nr. 257.

¹⁹ Kamerstukken II 2023/24, 32 013, nr. 287.

²⁰ Op basis van de laatst bekende marktverwachtingen en jaarcijfers uit het Jaarverslag van 2023.

dat eventuele negatieve buffers op korte termijn de operationele werkzaamheden van DNB niet in de weg zouden staan. Vanaf 2029 verwacht DNB winst te maken en zullen de buffers weer groeien. Van een dividenduitkering aan de staat is pas sprake wanneer DNB al haar risico's heeft afgedekt. Naar verwachting is hiervan sprake in het midden van de jaren dertig.

Overheden hebben in de jaren voor de renteverhogingen juist geprofi-teerd van de lage renteomgeving in de vorm van dividenduitkeringen en lagere financieringskosten. Tussen de invoering van de euro in 1999 en 2021 heeft DNB in totaal EUR 22,6 mld. winst gemaakt. Hiervan is EUR 16,2 mld. in de vorm van dividend uitgekeerd aan de Nederlandse staat en EUR 6,3 mld. gebruikt voor het versterken van de buffers. Daarnaast wordt het bedrag dat de Nederlandse staat dankzij het ECB-beleid heeft bespaard aan rentelasten op de staatsschuld geschat op EUR 28 mld.²¹

Net als DNB hebben de andere NCB's in het Eurosysteem ook te maken met forse verliezen. Recent heb ik aan uw Kamer toegezegd om terug te komen op de verliezen van de andere centrale banken in het Eurosysteem.²² In deze brief doe ik deze toezegging gestand. De gerap-porteerde resultaten²³ van andere NCB's in het Eurosysteem over 2023²⁴ zijn (in EUR miljarden): -21,6 in Duitsland, -12,4 in Frankrijk, -7,1 in Italië, -6,6 in Spanje, -3,5 in Nederland, -3,4 in België en -7,9 bij de ECB.²⁵ De hoogte van de verliezen wordt deels bepaald door het niveau van de kapitaalsleutel van de betreffende centrale bank. Grotere centrale banken kopen naar verhouding van hun kapitaalsleutel meer obligaties aan dan kleinere centrale banken, en hebben daardoor ook grotere blootstel-lingen.²⁶ Ook speelt de beperkte risicodeling onder het APP en PEPP mee, zoals hierboven toegelicht. Omdat DNB over het algemeen een lagere rente ontvangt over de aangehouden staatsobligaties dan andere NCB's door de gemiddeld genomen hogere kredietwaardigheid van de Neder-landse staat, vallen de verliezen voor DNB hoger uit dan wanneer inkomsten en risico's volledig zouden zijn gedeeld. Ten slotte kan het verschil in de verliezen ook liggen aan inkomsten uit niet-monetaire taken, zoals bijvoorbeeld eigen beleggingen.

Niet alleen in het eurogebied lijden centrale banken verliezen. Zo hebben de Amerikaanse Fed en de Engelse BoE na het uitbreken van de pandemie vergelijkbare maatregelen genomen door nieuwe obligaties aan te kopen om de rust terug te brengen op de financiële markten en prijsstabiliteit te waarborgen. Dat geldt ook voor centrale banken binnen de EU maar buiten het eurogebied, zoals de Zweedse Riksbank. Doordat de Fed, BoE en Riksbank dus een vergelijkbare monetaire koers hebben gevolgd, incasseren deze centrale banken, evenals de ECB, momenteel verliezen als gevolg van de omslag in het monetaire beleid om de hoge inflatie te bestrijden.

²¹ DNB boekt negatief resultaat van 3,5 miljard euro in 2023

²² TZ20 240, nr. 055.

²³ Dit betreft het gerapporteerd resultaat (in EUR mld) van NCB's in het Eurosysteem over 2023 vóór dotatie/ontrekking aan de voorziening.

²⁴ Per eind mei 2024. Nog niet alle NCB's in het Eurosysteem hebben hun resultaten gepubli-ceerd. Dit geldt bijvoorbeeld voor de Griekse en Portugese centrale bank.

²⁵ Naast verliezen van de NCB's heeft het Eurosysteem ook een negatief resultaat gerapporteerd. Dit blijft als balanspost op de balans van de ECB staan (aan de activakant als verliespost als «loss carry forward»). De verliezen worden door de jaren heen ingelopen door geldsche-pingswinst (*seignorage*). Er is geen extra storting nodig vanuit DNB voor het verlies van de ECB.

²⁶ De kapitaalsleutel voor de genoemde NCB's zijn (verdisconteerd voor het: Duitsland (26,63%), Frankrijk (20,00%), Italië (16,02%), Spanje (11,82%), Nederland (5,91%) en België (3,67%). Capital subscription (europa.eu).

De Zweedse centrale bank heeft hierbij recent een kapitaalstorting gekregen van de Zweedse overheid.²⁷ De situatie in Zweden is echter wezenlijk anders dan in Nederland en in andere landen in de eurozone. Zo heeft de Riksbank volgens de statuten zelf de mogelijkheid om het parlement te verzoeken om herkapitalisering als het eigen vermogen minder is dan een bepaald streefniveau.²⁸ De Zweedse centrale bank heeft daarnaast een flink lagere omvang van de circulatie van cash op haar balans. Hiermee is er minder mogelijkheid tot het genereren van seignorageinkomsten (geldscheppingswinsten) in vergelijking met DNB en het Eurosysteem, waardoor de winst op lange termijn onzekerder is.

Tot slot heeft mijn voorganger aan uw Kamer toegezegd om schriftelijk te reageren op een studie van de Centre for Economic Policy Studies (CEPS) over de verliezen van centrale banken en om de verschillen in de schattingen met betrekking tot de huidige verliezen van DNB toe te lichten.²⁹ De cumulatieve verliezen op de obligatieportefeuille van PEPP en PSPP tussen 2023 en 2034 worden in deze studie geschat op ongeveer EUR 41,2 mld., terwijl DNB een verlies voorziet van EUR 8,7 mld.³⁰ Er zijn meerdere oorzaken voor de verschillen tussen de schattingen in het rapport, de gerealiseerde jaarcijfers en de verwachte cumulatieve verliezen van DNB. Allereerst moeten de winsten en verliezen worden gezien vanuit de gehele balans. Zo behalen centrale banken seignorageinkomsten op bankbiljetten en hebben de eigen beleggingen een positieve invloed op de winst van DNB.³¹ Het ontbreken van dergelijke winstposten is de belangrijkste oorzaak van het verschil tussen de schattingen in het rapport en schattingen van DNB. Ook zijn er aannames gedaan over toekomstige rentetarieven en het pad van de depositorente van de ECB in het rapport, waarvan niet duidelijk is hoe realistisch deze zijn. Het rapport gebruikt bijvoorbeeld als aanname dat de depositorente 3% blijft tot aan het jaar 2034. Renteverwachtingen op de middellange termijn zijn echter erg onzeker. Indien de depositorente uiteindelijk lager zou uitvallen dan aangenomen, zou dit ook tot lagere verliezen leiden.

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.

Samenvattend is de monetaire blootstelling van DNB op het Eurosysteem het afgelopen jaar afgenomen door de aflossingen van banken op TLTRO's en de afbouw van de APP-portefeuille. Naar verwachting zal de blootstelling van DNB verder afnemen doordat de laatste TLTRO-leningen zullen worden afgelost en de ECB vanaf juli 2024 zal starten met de (geleidelijke) afbouw van de PEPP-portefeuille.

Tegelijkertijd materialiseert het renterisico zich op dit moment door de omslag van het monetaire beleid, met negatieve gevolgen voor de resultaten van DNB. Deze verliezen zijn echter tijdelijk, en DNB zal op

²⁷ The Riksbank proposes that equity be restored to the statutory base level | Sveriges Riksbank

²⁸ Zie The Riksbank's Statute Book | Sveriges Riksbank en Why the Riksbank is requesting SEK 43.7 billion as a capital injection | Sveriges Riksbank.

²⁹ TZ202303031

³⁰ The real fiscal cost of central bank bond buying – CEPS

³¹ Seignorage inkomsten zijn de winsten die een centrale bank behaalt uit de uitgifte van geld. Deze winsten zijn ontstaan doordat de kosten van het uitgeven van bankbiljetten (nihil) lager zijn dan de inkomsten die behaald worden op activa aankopen.

termijn haar buffers kunnen herstellen via inhouding van winsten. Het is tevens de verwachting dat het kapitaal en de reserves van DNB de komende jaren positief blijven.

De Minister van Financiën,
S.P.R.A. van Weyenberg