

Vergaderjaar 2023–2024

21 501-07

Raad voor Economische en Financiële Zaken

Nr. 2037

## BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 10 mei 2024

Hierbij bied ik u de kabinetsreactie aan op het rapport «Economische en juridische aspecten van de ECB-opkoopprogramma's: Een vervolg» van de studiegroep ECB, dat op 8 februari 2024 is gepubliceerd.<sup>1</sup> Dit rapport is opgesteld in opdracht van de vaste commissie voor Financiën van de Tweede Kamer en is een update van het eerste rapport van de studiegroep ECB dat in januari 2021 is verschenen.<sup>2</sup>

Het rapport bespreekt de ontwikkelingen met betrekking tot de ECB-opkoopprogramma's sinds de publicatie van het eerste rapport. In het bijzonder is de studiegroep ECB gevraagd om de verenigbaarheid van de EU-verdragen te beoordelen met de maatregelen die de ECB heeft genomen om fragmentatie in de eurozone tegen te gaan: 1) het *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) en 2) het *Transmission Protection Instrument* (TPI). Tot slot gaat het rapport in op de gevolgen van het verkrappende monetaire beleid op de winstgevendheid en kapitaalpositie van de ECB en de nationale centrale banken (NCB'en).

In deze brief zal eerst een korte samenvatting worden gegeven van het rapport, gevolgd door een appreciatie. Tot slot gaat de brief ook in op de uitkomsten van de recente herziening van het operationele raamwerk van de ECB van 13 maart jl.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Hiermee voldoe ik aan het verzoek voor een schriftelijke reactie (Kamerstukken 2023/24, 2024D05025).

<sup>2</sup> Studiegroep ECB (2021), «Economische en juridische aspecten van de ECB-opkoopprogramma's», <<https://www.tweedekamer.nl/kamerstukken/detail?id=2021Z00313&did=2021D00917>>

<sup>3</sup> Zie het persbericht van de ECB: Changes to the operational framework for implementing monetary policy (europa.eu).

## Samenvatting rapport studiegroep ECB

Na de publicatie van het eerste rapport in 2021 is de inflatie wereldwijd fors opgelopen en heeft de ECB de belangrijkste beleidsrente, de zogenoemde depositorente, in snel tempo omhoog gebracht van  $-0,5\%$  naar  $4\%$ . Tegelijkertijd zijn zowel de overheidsschulden als de particuliere schulden hoog gebleven. Zoals de studiegroep schetst in het rapport uit 2021, kan een dergelijke situatie het risico met zich meebrengen dat er spanning ontstaat tussen het handhaven van monetaire en financiële stabiliteit.

De studiegroep merkt op dat de inflatie inmiddels flink is teruggelopen, maar dat nog zal moeten blijken of de ECB bereid is de rente lang genoeg voldoende hoog te houden om de inflatie duurzaam terug te brengen naar de doelstelling van  $2\%$ . Waar er vaak vooral aandacht is voor het risico dat hoge overheidsschulden het monetaire beleid zouden kunnen beïnvloeden, benoemt de studiegroep dat dit ook zou kunnen gelden voor de hoge particuliere schulden. Op dit moment ziet de studiegroep echter geen gevaar voor zogenoemde financiële dominantie, de situatie waarin een fragiele financiële sector de maximale beleidsrente van de ECB bepaalt. Wel wordt benadrukt dat waakzaamheid voor financiële stabiliteitsrisico's geboden blijft in de huidige verkrappingscyclus, en dat structurele versterking van het bankwezen verstandig beleid blijft.<sup>4</sup>

De studiegroep ECB gaat vervolgens in op het PEPP, een aankoopprogramma van obligaties dat in maart 2020 werd geactiveerd en flexibel is in te zetten. Bij het eerdere Public Sector Purchase Program vonden aankopen van staatsobligaties plaats naar rato van de kapitaalsleutel van NCB'en. De flexibiliteit van het PEPP maakt afwijkingen in de verdeling van de netto aankopen in de tijd en tussen landen mogelijk indien marktomstandigheden dat vereisen. Het PEPP is ingesteld in reactie op de pandemie, omdat die het doel van prijsstabiliteit en de behoorlijke en gelijke doorwerking van het monetaire beleid naar alle eurozonelanden in gevaar zou kunnen brengen. Vanuit juridisch perspectief kan volgens de studiegroep voldoende aannemelijk worden gemaakt dat het PEPP gedekt is door het ECB-mandaat en kan juridisch niet onomstotelijk worden vastgesteld dat de oorspronkelijke aankopen of herbeleggingen disproportioneel zijn. Ten aanzien van de proportionaliteit wordt opgemerkt dat rechtvaardiging van de noodzaak van herbeleggingen moeilijker wordt naarmate het tijdsverloop tussen de aankopen en de pandemie groter wordt. De studiegroep beargumenteert verder dat het PEPP op voorhand geen inbreuk vormt op het verbod van monetaire financiering, de *no-bail-out-clausule* en de onafhankelijkheid van de ECB. Volgens de studiegroep kan het PEPP vanuit economisch perspectief op de korte termijn als noodzakelijk en effectief worden beoordeeld, door het wegnemen van onrust in de financiële markten na het uitbreken van de pandemie. De studiegroep geeft echter ook aan dat de relatie tussen het PEPP en de economische gevolgen van de pandemie steeds zwakker wordt. Daarbij is het onduidelijk in hoeverre het herinvesteren van aflopende staatsobligaties onder het PEPP economisch noodzakelijk is om de prijsstabiliteit te garanderen in de huidige situatie van nog steeds te hoge inflatie.

Ook het TPI is vanuit economisch en juridisch perspectief beoordeeld door de studiegroep. Het TPI is in juli 2022 ten tijde van snel oplopende inflatie en de omslag van het monetaire beleid geïntroduceerd ter voorkoming

<sup>4</sup> In dit kader wijs ik u ook op het ambtelijke rapport «Beleidsrichtingen voor een weerbare bankensector», dat ik op 19 maart aan uw Kamer heb toegezonden (Kamerstukken II 2023/24, 21 501-07, nr. 2022). Binnenkort zal ik uw Kamer een appreciatie daarvan zenden.

van fragmentatie, maar is tot dusver nog niet geactiveerd door de ECB. Het is een selectief aankoopprogramma. Het richt zich enkel op de aankoop van staatsobligaties van landen die te maken krijgen met fragmentatie, wat wanordelijke rentebewegingen inhoudt die niet verklaard kunnen worden door structurele factoren en die de monetaire transmissie kunnen ondermijnen. Vanuit juridisch perspectief kan het TPI volgens de studiegroep worden gekenmerkt als monetair beleid overeenkomstig het primaire EU recht, en kan het besluit over het TPI niet op voorhand als disproportioneel worden beoordeeld. Verder kan de beoogde aankoop van staatsobligaties a priori niet als zijnde in strijd met het verbod op monetaire financiering en de *no-bail-out-clausule* worden geacht. Tot slot vormt ook het TPI geen inbreuk op de onafhankelijkheid van de ECB. De studiegroep geeft aan dat er vraagtekens geplaatst kunnen worden bij de economische noodzaak van het TPI. Het is niet helemaal duidelijk of het voorkomen van fragmentatie een noodzakelijke voorwaarde is om prijsstabiliteit te handhaven. Ook benoemt de studiegroep dat er effectieve alternatieve beleidsinstrumenten zijn zoals het Europees Stabiliteitsmechanisme en reeds bestaande opkoopprogramma's zoals het OMT-programma.

Zowel het PEPP als het TPI kunnen volgens de studiegroep de marktwerking in de financiële markten verstoren en de begrotingsdiscipline van lidstaten verzwakken. Lidstaten zouden bijvoorbeeld minder geneigd kunnen zijn om maatregelen te nemen om schulden af te bouwen als ze erop rekenen dat de ECB ingrijpt zodra de marktomstandigheden verslechteren in de vorm van hogere financieringskosten. Tegelijkertijd ligt de kern van het probleem volgens de studiegroep juist in de hoge overheidsschulden. Deze dienen teruggedrongen te worden om de financiële stabiliteit te bewaken en het vertrouwen in de euro te behouden. Hoe het schuldenprobleem zou moeten worden aangepakt is een politieke vraag volgens de studiegroep.

Al met al beoordeelt de studiegroep dat de lat hoog ligt voor het op juridische gronden succesvol aanvechten van het PEPP en het TPI. De ECB beschikt over een ruime beoordelingsbevoegdheid en de studiegroep geeft aan dat economische analyses altijd met onzekerheid omgeven zijn.

Het rapport bespreekt ook de winstgevendheid en kapitaalpositie van de ECB en DNB. Als gevolg van de aankoopprogramma's en de forse verhoging van de depositorente is de winstgevendheid van de ECB en NCB'en onder druk gezet. Zo boekte DNB recent een negatief resultaat van 3,5 miljard over 2023.<sup>5</sup> Andere centrale banken, ook buiten het eurogebied en de Europese Unie, hebben hier ook mee te maken.<sup>6</sup>

Veel aankoopprogramma's zijn zo vormgegeven dat NCB'en uitsluitend overheidsobligaties van hun eigen land opkopen. Hierdoor lijdt DNB momenteel grotere verliezen dan andere NCB'en waarvan de rente op de staatsschuld hoger is dan die op Nederlandse staatsobligaties als gevolg van een lagere kredietwaardigheid. De studiegroep merkt op dat het vermijden van verliezen als gevolg van wanbetaling door landen met een lage kredietbeoordeling niet gratis is.

Hoewel de verliezen van DNB afhankelijk zijn van de inflatie- en renteontwikkelingen en daarmee nog met de nodige onzekerheid zijn omgeven, verwacht de studiegroep dat het eigen vermogen van DNB de komende jaren positief blijft. De studiegroep schetst dat zowel de ECB als DNB in

<sup>5</sup> Zie het Jaarverslag van de Nederlandsche Bank (DNB) – Jaarverslag 2023 (dnb.nl)

<sup>6</sup> Zo hebben recent de Amerikaanse Fed en de Britse BoE aangekondigd verliezen te gaan lijden.

staat blijven om hun Eurosysteemtaken uit te voeren, zelfs in het scenario dat het eigen vermogen negatief wordt.

## **Appreciatie**

Het kabinet heeft met interesse kennisgenomen van de economische en juridische analyse van de studiegroep. Zoals gebruikelijk wil het kabinet allereerst de onafhankelijkheid van de ECB benadrukken conform het Verdrag betreffende de Werking van de Europese Unie (VWEU). Dit houdt in dat de ECB onafhankelijk is in het bepalen van het monetaire beleid in de eurozone en regeringen van de lidstaten niet trachten de leden van de besluitvormende organen van de ECB of van de NCB'en bij de uitvoering van hun taken te beïnvloeden. De ECB is hierbij gehouden aan haar primaire mandaat van prijsstabiliteit en het verbod op monetaire financiering. Het past regeringen dan ook om terughoudend te zijn in hun beoordeling van het ECB-beleid, omdat dit opgevat kan worden als het indirect beïnvloeden van het beleid. Bij het verslag van de Eurogroep en Ecofinraad van november 2022<sup>7</sup> heeft het kabinet een uitgebreide toelichting gegeven over wat regeringen wel en niet over het monetaire beleid van de ECB kunnen zeggen en over de verantwoording en communicatie vanuit de ECB.

Tevens hecht het kabinet eraan om de vergelijking te maken met andere centrale banken buiten het eurogebied. Zo hebben de Amerikaanse Fed en de Engelse BoE na het uitbreken van de pandemie vergelijkbare maatregelen genomen door nieuwe obligaties op 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. Doordat de Fed en BoE een vergelijkbare monetaire koers hebben gevolgd, incasseren beide centrale banken evenals de ECB momenteel verliezen als gevolg van de omslag in het monetaire beleid om de hoge inflatie te bestrijden.

Het kabinet deelt de beoordeling van de studiegroep dat het PEPP voor de korte termijn noodzakelijk en effectief was om de economische schok van de pandemie te absorberen. Waar er na het uitbreken van de pandemie grote onzekerheid ontstond op financiële markten en rentever verschillen op staatsobligaties flink opliepen, herstelde dit zich snel weer na de aankondiging van het PEPP. Hiermee is het PEPP ook succesvol gebleken in het borgen van de monetaire transmissie. Het kabinet erkent dat de relatie met de economische gevolgen van de pandemie inmiddels zwakker is geworden. In dat kader wijst het kabinet op het besluit van de ECB van 14 december jl. om vanaf de tweede helft van 2024 de PEPP-portefeuille af te bouwen. Vanaf 2025 zal de ECB volledig stoppen met het herinvesteren van aflopende obligaties onder het PEPP-programma.

Het TPI is door de ECB geïntroduceerd in reactie op het verslechterende marktsentiment na de start van de renteverhogingen om de hoge inflatie te bestrijden. Daarbij beoordeelde de ECB dat er een risico was op wanordelijke rentestijgingen, waardoor de transmissie van het monetaire beleid in de gehele eurozone niet langer geborgd zou zijn. Volgens DNB had hierdoor twijfel kunnen ontstaan over de bereidheid van de ECB om de rente zo ver te verhogen als nodig om de inflatie terug naar 2% te

---

<sup>7</sup> Kamerstukken II 2022/23, 21 501-07, nr. 1906. «Toezegging Commissiedebat macro economische ontwikkelingen in Europees perspectief (incl. Eurogroep/Ecofinraad) van 8 september jl. m.b.t. de vraag hoe het beleid van de ECB duidelijker gezien en ervaren wordt als passend binnen het mandaat.»

krijgen – het primaire mandaat van de ECB.<sup>8</sup> Ten tijde van de vormgeving van TPI heeft het kabinet in EU-verband meermaals benadrukt dat het nieuwe instrument vanzelfsprekend verenigbaar dient te zijn met de EU-verdragen.<sup>9</sup> In navolging van de studiegroep wijst het kabinet hierbij op de criteria die de ECB in overweging neemt bij het nemen van een besluit tot het aankopen van staatsobligaties onder het TPI. Deze toegangscriteria dienen te voorkomen dat de ECB reageert op fundamentele rentebewegingen of dat landen erop rekenen dat de ECB ingrijpt zodra de marktomstandigheden verslechteren.

In het hierboven genoemde verslag van de Eurogroep en Ecofinraad van november 2022 gaf het kabinet aan naar aanleiding van het gevoerde monetaire beleid en de bestaande en aangekondigde instrumenten om monetaire transmissie te waarborgen geen aanleiding te zien om in het verweer te komen tegen het beleid van de ECB of aan te sturen op een wijziging van de relevante Verdragsbepalingen en de statuten van de ECB. Destijds betrok het kabinet bij deze oordeelsvorming het eerste rapport van de studiegroep. Dit tweede rapport van de studiegroep bevestigt in de ogen van het kabinet dit eerdere oordeel.

Het kabinet onderschrijft het belang van het terugdringen van publieke schulden om de mogelijke spanning tussen monetaire stabiliteit enerzijds en financiële stabiliteit en vertrouwen in de houdbaarheid van de euro anderzijds te verminderen. Hoge overheidsschulden maken overheden kwetsbaar voor renteschokken en kunnen aanleiding geven voor twijfel of een lidstaat aan haar financiële verplichtingen kan voldoen, waar ook andere lidstaten negatieve effecten van kunnen ondervinden, met name in een monetaire unie. Daarnaast zorgt het opbouwen van buffers voor ruimte om de economie te stabiliseren in geval van een crisis, wat bijdraagt aan een goede balans tussen begrotingsbeleid en monetair beleid. Verder acht het kabinet het van belang dat landen hun duurzame groeivermogen verhogen via investeringen en hervormingen, ook om lange-termijnduidingen zoals de klimaattransitie en vergrijzing het hoofd te kunnen bieden. Het kabinet steunt de benadering om investeringen, hervormingen en budgettaire aanpassingen integraal te bezien, in lijn met de recente hervorming van het Europees Begrotingsraamwerk<sup>10</sup>. Tot slot kan ook de Herstel- en Veerkrachtfaciliteit de komende jaren een bijdrage leveren aan het duurzaam versterken van de economieën van lidstaten via investeringen en hervormingen.

In de recente evaluatie van het kapitaalbeleid van DNB is ernaar gekeken hoe om te gaan met de tijdelijke, maar aanzienlijke, verliezen van DNB in de komende jaren. Hierover is in december 2023 een brief aan uw Kamer gestuurd.<sup>11</sup> Evenals de studiegroep oordeelde de werkgroep Kapitaalbeleid destijds dat negatieve buffers op korte termijn geen invloed zouden hebben op de operationele werkzaamheden van DNB, waarmee de continuïteit gewaarborgd is. Het kabinet deelt deze conclusie. Een herkapitalisatie van DNB door de Staat is dan ook niet aan de orde. Gezien de tijdelijkheid van de verliezen stelt het aangepaste kapitaalbeleid DNB in staat om op termijn haar buffers via winsthouding te herstellen. Een dividenduitkering aan de Staat komt pas weer aan de orde wanneer DNB al haar risico's heeft afgedekt. Vanaf 2029 verwacht DNB weer winst te maken en zullen de buffers weer groeien.

<sup>8</sup> DNBulletin – ECB kondigt nieuw transmissie-instrument aan in strijd tegen oplopende inflatie (dnb.nl).

<sup>9</sup> Aanhangsel Handelingen II 2021/22, nr. 3849.

<sup>10</sup> Voor een beschrijving van de herziening van het Europees Begrotingsraamwerk, zie Kamerstukken II 2023/24, 21 501-07, nr. 2004 en Kamerstukken II 2023/24, 21 501-07, nr. 2009.

<sup>11</sup> Kamerstukken II 2023/24, 32 013, nr. 287.

De verliezen van centrale banken kunnen echter vragen oproepen over de wenselijkheid van ECB-aankoopprogramma's. Afgezien van de economische effecten, gaat dergelijk beleid gepaard met zowel voor- als nadelen voor de overheidsbegroting. Nederland heeft eerder, met inachtneming van de onafhankelijkheid en het mandaat van de ECB, de uitwerking van het ECB-beleid (in de context van de hoge bankwinsten) in de Eurogroep aan de orde gesteld. Dit kreeg bijval van meerdere lidstaten.<sup>12</sup> Het is echter tegelijkertijd belangrijk om op te merken dat overheden in de jaren voor de renteverhogingen juist geprofiteerd hebben van de lage-rente omgeving in de vorm van lagere financieringskosten. Terwijl momenteel de nadelen van het onconventionele monetaire beleid zich materialiseren in de vorm van hoge winsten voor commerciële banken en verliezen voor DNB.

### **Uitkomsten herziening operationele raamwerk ECB**

Als gevolg van het huidige verkrappende monetaire beleid krimpt de ECB-balans en neemt de overliquiditeit in het bancaire stelsel geleidelijk af. Dit heeft gevolgen voor de implementatie van het monetaire beleid. De ECB heeft daarom op 13 maart jl. een herziening van het operationele raamwerk gepresenteerd, om geldmarktrentes goed te kunnen blijven sturen en daarmee veranderingen in het monetaire beleid effectief te kunnen blijven doorgeven aan de reële economie. Obligatieaankopen zullen in het nieuwe operationele raamwerk een grotere rol gaan spelen dan in het oude raamwerk van voor de financiële crisis van 2008. Gelet op de bijzondere aandacht van uw Kamer voor de aankoop van staatsobligaties door de ECB wijs ik uw Kamer daarom op het nieuwe operationele raamwerk.

Voor de financiële crisis van 2008 was er in het bankstelsel als geheel sprake van een tekort aan liquiditeit, waardoor de meeste banken geld moesten lenen bij de ECB. De ECB stuurde geldmarktrentes door de vraag naar liquiditeit binnen het bankwezen in te schatten en het aanbod van liquiditeit hierop af te stemmen middels haar basisherfinancieringstransacties (MRO's). Na de financiële crisis heeft de ECB – evenals andere centrale banken – onconventionele maatregelen geïntroduceerd in reactie op de lage inflatie. Hierdoor is er een grote mate van overliquiditeit in het bankstelsel gecreëerd.

Hoewel de overliquiditeit inmiddels afneemt door het laten aflopen van aangekochte obligaties en langerlopende (en gerichte) herfinancieringstransacties (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*; (T)LTROs), keert de ECB in het nieuwe operationele kader niet terug naar een systeem met liquiditeitsschaarste zoals voor 2008. De liquiditeitsvraag van banken is volgens de ECB namelijk sterk toegenomen, vooral als gevolg van aangescherpte regelgeving omtrent liquiditeitseisen.<sup>13</sup> Met het nieuwe systeem kiest de ECB in feite voor een variant tussen het huidige en het oude systeem, waarbij er wordt gepoogd een balans te zoeken tussen het faciliteren van de liquiditeitsbehoefte van banken en het verder afbouwen van de ECB-balans.

De ECB zal in het nieuwe systeem gebruik maken van een mix aan instrumenten om liquiditeit te verstrekken, waarbij de basisherfinancieringstransacties net als in het verleden een centrale rol spelen. Daarbij lenen banken voor een periode van een week middelen bij de centrale bank, waarbij die banken toereikend onderpand (zoals (staats)obligaties) bij de centrale bank in bewaring moeten geven. Daarnaast zullen in een

<sup>12</sup> Kamerstukken II 2023/24, 21 501-07, nr. 1975

<sup>13</sup> DNB – ECB past operationeel raamwerk aan nu balans krimpt (dnb.nl).

later stadium, als het liquiditeitsoverschot is verdwenen, een structurele obligatieportefeuille en een blijvend gebruik van LTRO's worden ingevoerd om effectief de liquiditeit en de rente te kunnen beïnvloeden. LTRO's zijn in opzet vergelijkbaar met de basisherfinancieringstransacties (banken lenen tegen toereikend onderpand middelen bij de centrale bank) maar kennen een langere looptijd.<sup>14</sup> Ook met de aankoop van (staats)obligaties kan de ECB invloed uitoefenen op de beschikbare liquiditeit in het financiële systeem en op de rentes. De bedoeling is dat deze structurele operaties een belangrijke bijdrage gaan leveren aan de structurele liquiditeitsbehoefte van banken (i.e., het voldoen aan de minimumreserveverplichtingen en de vraag naar bankbiljetten) en de ECB in staat stellen om effectief de liquiditeit en de rente te sturen.

De nieuwe structurele operaties verschillen wezenlijk van de eerdere (T)LTRO's en aankoopprogramma's. De eerdere (T)LTRO's en aankoopprogramma's waren bedoeld om de inflatie aan te jagen en prijsstabiliteit in perioden van crisis te waarborgen via het verruimen van het monetaire beleid. De nieuwe structurele operaties zijn bedoeld om het monetaire beleid effectief uit te voeren in alle perioden en economische omstandigheden en daarmee het mandaat van het handhaven van prijsstabiliteit effectief invulling te geven. De ECB is niet de eerste grote centrale bank die ervoor kiest om structurele operaties in de financiële markten te gebruiken om liquiditeitscondities te sturen. Zo wordt in de VS veel van de liquiditeit verstrekt via aan- en verkopen van staatsobligaties en is de centralebankbalans relatief groot. Hoe de structurele operaties in de eurozone precies zullen worden vormgegeven is nog niet duidelijk. De ECB heeft aangegeven in een later stadium te besluiten over de omvang en het ontwerp.

Zowel de aankoop van obligaties als herfinancieringsoperaties tegen toereikend onderpand zijn in het Protocol betreffende de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en de ECB (art. 18) expliciet als instrumenten aan de ECB toegekend. Met de herziening van het operationele raamwerk kiest de ECB ervoor om de balans tussen de inzet van beide instrumenten structureel enigszins te verschuiven, om effectief invulling te kunnen geven aan haar mandaat. Het kabinet beziet het nieuwe operationele raamwerk separaat van de opkoopprogramma's en instrumenten die de ECB voor buitengewone omstandigheden heeft ingezet of klaargezet. Het kabinet ziet geen aanleiding om te veronderstellen dat het nieuwe operationele raamwerk strijdig zou kunnen zijn met het mandaat van de ECB, het verbod op monetaire financiering of enige andere bepalingen in de EU-verdragen.

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

---

<sup>14</sup> In het verleden was buiten crisistijden de looptijd doorgaans beperkt tot 3 maanden. De ECB heeft nog niet aangegeven wat de looptijd van de structurele LTRO's zal zijn.