

Vergaderjaar 2017–2018

**21 501-07**

**Raad voor Economische en Financiële Zaken**

**Nr. 1479**

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

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 19 januari 2018

Tijdens de Algemene Financiële Beschouwingen (AFB) van 8 en 9 november jl. heb ik toegezegd uw Kamer informatie te verstrekken 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. 20, item 16). Daarnaast heeft uw Kamer tijdens de AFB gevraagd naar de gevolgen van het ECB-beleid voor de pensioenfondsen en naar de risico's van het TARGET2-systeem.

Zoals ik ook heb aangegeven tijdens de AFB is er over dit onderwerp al op eerdere momenten informatie verstrekt aan uw Kamer. Zo heeft uw Kamer eerder brieven ontvangen over TARGET2<sup>1</sup>, de gevolgen van herstructurering<sup>2</sup> van overheidsschuld en de gevolgen van het ECB-beleid voor pensioenfondsen<sup>3</sup>. Tevens zijn er Kamervragen beantwoord over TARGET2<sup>4</sup>, het CSPP programma<sup>5</sup>, de effecten van van het ECB-beleid<sup>6</sup> en over «helikoptergeld»<sup>7</sup>.

In deze brief geef ik een overzicht van alle programma's die de ECB sinds de crisis heeft geïmplementeerd, de mate waarin Nederland aan deze

<sup>1</sup> Kamerstuk 21 501-07, nr. 905 (Kamerbrief): Kamerbrief over opheffen vertrouwelijkheid brief Target-2

<sup>2</sup> Kamerstuk 21 501-07, nr. 1458 (Kamerbrief): Kamerbrief over Ordentelijk Mechanisme voor Onhoudbare Overheidsschuld

<sup>3</sup> Kamerstuk 34 563, nr. 4 (Kamerbrief): Kabinetsreactie inzake de initiatiefnota van het lid Omtzigt over ECB monetair beleid en de nadelige gevolgen voor de Nederlandse pensioenfondsen

<sup>4</sup> Aanhangsel Handelingen II 2016/17, nr. 982: Beantwoording Kamervragen lid Omtzigt omtrent Target2

<sup>5</sup> Aanhangsel Handelingen II 2016/17, nr. 240: Antwoord op vragen van het lid Merkies over «gratis geld voor bedrijven»

<sup>6</sup> Kamerstuk 32 013, nr. 128: Beantwoording schriftelijke vragen aan de bewindslieden van Financiën in het kader van de voorbereiding van het plenaire debat over de effecten van de renteverlaging ECB-beleid

<sup>7</sup> Aanhangsel Handelingen II 2015/16, nr. 2305: Beantwoording vragen van het lid Omtzigt (CDA) over uitspraken over helikoptergeld van de hoofdeconoom van de Europese Centrale Bank

programma's is blootgesteld en de risico's die Nederland hierover loopt. Daarbij besteed ik aandacht aan de gevolgen van het ECB-beleid op de dekkingsgraad van pensioenfondsen. Tevens wil ik de Kamer met deze brief informeren over TARGET2-saldi.

Deze brief is als volgt opgebouwd:

1. **Beleid van de Europese Centrale Bank**
  - 1.1. Beschrijving programma's ECB
  - 1.2. Blootstelling DNB aan programma's ECB
  - 1.3. Risico's voor DNB als gevolg van programma's ECB
  - 1.4. De gevolgen van verlenging van het ECB-beleid voor pensioenfondsen
2. **TARGET2**
  - 2.1. Een beschrijving van de werking van TARGET2
  - 2.2. Een beschrijving van ontwikkeling van TARGET2-saldi en oorzaken hiervan
  - 2.3. De potentiële risico's van TARGET2
3. **Conclusie**

## **1. Beleid van de Europese Centrale Bank**

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

Het hoofddoel van het monetaire beleid van de ECB is het handhaven van prijsstabiliteit, hetgeen de ECB heeft vertaald naar een doelstelling van inflatie onder, maar dichtbij 2% op de middellange termijn. Daartoe staan de ECB verschillende instrumenten ter beschikking, met name het vaststellen van de beleidsrentes. In recente jaren heeft de ECB een aantal nieuwe instrumenten ingezet om haar monetaire doelstelling te behalen. Enkele daarvan zien specifiek op het versterken van monetaire transmissie. Onderstaand wordt een overzicht gegeven van de verschillende beleidsmaatregelen en programma's van de ECB in chronologische volgorde.

#### *ECB-beleid tot de financiële crisis*

Het Eurosysteem voorziet de eurozone in liquiditeit via herfinancieringstransacties<sup>8</sup>. Via de *main refinancing operations* (MRO) voorziet het Eurosysteem in liquiditeit voor één week en via *longer-term refinancing operations* (LTRO) in liquiditeit voor 3 maanden (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 waartegen banken biedingen in konden leggen. De ECB leunde sterk op het interbancaire verkeer voor de uitvoering van het monetair beleid: omdat banken onderling en over de grenzen heen bereid waren geld uit te lenen, kon de hoeveelheid middelen die de ECB verschaftte beperkt zijn.

#### *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%. Ook veilde het Eurosysteem<sup>9</sup> bij haar standaard herfinancieringsoperaties (MRO – *main refinancing operations*) niet meer een vaste hoeveelheid

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

<sup>9</sup> Het Eurosysteem bestaat uit de Europese Centrale Bank en de nationale centrale banken in de eurozone, waaronder DNB.

liquiditeit tegen de hoogste bidder, maar stelde ze onbeperkte liquiditeit (gedekt door onderpand) beschikbaar tegen een vast tarief, de zogenaamde «*fixed rate full allotment*»<sup>10</sup>. Dit was nodig omdat de interbancaire markt was stilgevallen en buitenlandse financiers zich terugtrokken. Zonder ingrijpen van de ECB was er een liquiditeitstekort ontstaan dat de crisis sterk had kunnen verergeren. De ECB verruimde daarnaast de lijsten met acceptabel onderpand voor Eurosysteemfinanciering.

#### *Uitbreiden herfinancieringstransacties met Very Long Term Refinancing Operations (vLTRO)*

Om banken in extra liquiditeit te voorzien en kredietverlening te stimuleren ging de ECB eind 2011 over op *Very Long Term Refinancing Operations (vLTRO)*<sup>11</sup>, een serie lange termijn financiering voor banken voor 3 jaar. In 2014 en 2016 ging de ECB over op een serie *Targeted Long Term Refinancing Operations (TLTRO)*<sup>12</sup>. Het verschil 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 of aan huishoudens, behalve voor de aankoop van een huis, te stimuleren. Er stond eind november 2017 onder herfinancieringstransacties voor EUR 764 mrd op de balans van het Eurosysteem<sup>13</sup>.

#### *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<sup>14</sup>. Dit programma diende om deze belangrijke financieringsmarkt voor banken te ondersteunen en zodoende de monetaire transmissie te bevorderen. De activa werden tot het einde van de looptijd aangehouden. In november 2011 volgde CBPP2 en in oktober 2014 CBPP3, welke nog steeds loopt. Er stond eind december 2017 onder CBPP3 voor EUR 241 mrd op de balans van het Eurosysteem. Voor CBPP1 en CBPP2 is dit respectievelijk nog EUR 6,1 en EUR 4,8 mrd.

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

In mei 2010 startte de ECB het *Securities Markets Program (SMP)*<sup>15</sup> om te voorzien in liquiditeit in slecht functionerende delen van de staatsobligatiemarkt in de Eurozone 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 voor het bedrag van de aankopen. 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. Er stond eind december 2017 nog voor EUR 89 mrd op de balans van het Eurosysteem<sup>16</sup>.

<sup>10</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081008\\_2.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081008_2.en.html)

<sup>11</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111208\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html)

<sup>12</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605\\_2.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_2.en.html)

<sup>13</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2017/html/ecb.fst171128.en.html>

<sup>14</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090604\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090604_1.en.html)

<sup>15</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>

<sup>16</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/pr170216.en.html>

## *Outright Monetary Transactions (OMT)*

In het najaar van 2012 lanceerde de ECB het *Outright Monetary Transactions* (OMT) programma<sup>17</sup>. Dit volgde na de bekende speech van ECB-President Draghi waarin hij aangaf dat de ECB binnen haar mandaat «*whatever it takes*» zal doen om de euro te behouden. Het doel van (de aankondiging van) OMT is het herstellen van prijsvorming op markten voor staatsobligaties. Deze prijsvorming werd volgens de ECB verstoord door oplopende risicopremies gerelateerd aan het gebrek aan vertrouwen in de euro. Het uitvoeren van OMT is door de ECB conditioneel gesteld aan deelname aan en naleving van een land van een adequaat EFSF/ESM-programma<sup>18</sup>. Onder OMT kan het Eurosysteem gericht staatsobligaties aankopen met een looptijd van 1 tot 3 jaar. De aankondiging van OMT leidde tot een sterke daling van rentes op staatsobligaties, met name voor landen waarvan de rentes sterk waren opgelopen. Onder OMT zijn nooit aankopen gedaan.

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

In november 2014 lanceerde de ECB het *Asset Backed Securities Purchase Programme* (ABSPP)<sup>19</sup> waarbij securitisaties worden aangekocht. Het ABSPP stimuleert volgens de ECB het uitgeven van extra securitisaties en daarmee kredietverlening. Dit heeft een stimulerende werking voor de economie en geeft opwaartse druk op de inflatie. Er stond eind december 2017 onder ABSPP voor EUR 25 mrd op de balans van het Eurosysteem.

## *Asset Purchase Programme (APP) – bekend als Quantitative Easing (QE)*

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

**Tabel 1. Overzicht aankoopvolumes per programma onderdeel van het APP**

	Per	Omschrijving	Aankoopvolume* in EUR mln.
Covered Bond Purchase Programme 3	Okt. 2014	Aankoop covered bonds voor gemene rekening.	240.687
Asset-Backed Securities purchase Programme	Nov. 2014	Aankoop securitisaties voor gemene rekening.	25.015
Public Sector Purchase Programme	Mrt. 2015	Aankoop staatsobligaties, 20% voor gemene rekening.	1.888.764
Corporate Sector Purchase Programme	Mrt. 2016	Aankoop bedrijfsobligaties voor gemene rekening.	131.593
Totaal APP			2.286.059

\* Per eind december 2017

<sup>17</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html)

<sup>18</sup> Dit programma kan de vorm aannemen van een EFSF/ESM macro-economisch aanpassings-programma of een preventief programma (ECCL).

<sup>19</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141002\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141002_1.en.html)

Het APP is gelanceerd om het risico op langdurige lage inflatie weg te nemen. Het APP kan in theorie via verschillende kanalen een effect hebben op inflatie<sup>20</sup>:

- Rentekanaal: door de ECB-aankopen stijgt de vraag naar obligaties en daalt de rente op obligaties. De rentedaling kan de vraag naar krediet en het besteedbaar inkomen stimuleren en daarmee investeringen en consumptie aanjagen, hetgeen een opwaarts effect heeft op prijzen.
- Portfolio herbalancering kanaal: door de ECB-aankopen van veilige activa worden investeerders aangespoord om in meer risicovolle instrumenten te investeren, zoals leningen aan het MKB. Hiermee kunnen bedrijfsinvesteringen worden aangejaagd.
- Vermogenskanaal: de ECB-aankopen verhogen door een grotere vraag in de markt tevens de prijzen van activa (obligaties, vastgoed, etc.). Hiervan profiteren diegenen die deze activa in hun bezit hebben, bijvoorbeeld banken of huishoudens. Zij worden hierdoor aangezet om meer krediet te verlenen (banken) dan wel meer te consumeren of te investeren.
- Vertrouwenskanaal: de aankopen kunnen bijdragen aan het verlagen van de onzekerheid over de economie, hetgeen de consumptie en investeringen kan verhogen.
- Wisselkoerskanaal: lage rentes kunnen leiden tot een daling van de wisselkoers van de euro. Dit kan exportbevorderend werken en tegelijkertijd de importprijzen verhogen, en zo ook de inflatie.
- Signaalwerking: het APP signaleert aan de markt dat de centrale bank haar beleidsrentes nog lang laag zal houden. Dit geeft zekerheid aan de markt en dat is positief voor investeringen.

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 activa te kopen tot september 2016.
- In december 2015 werd het programma met een half jaar verlengd tot maart 2017 en werd bepaald dat het Eurosysteem obligaties die aflopen herinvesteert.
- In april 2016 is het aankoopvolume uitgebreid naar EUR 80 mrd per maand.
- In december 2016 kondigde de ECB aan het aankoopvolume per april 2017 te verlagen naar EUR 60 mrd per maand en de aankopen te verlengen tot eind december 2017.
- In oktober 2017 kondigde de ECB aan het aankoopvolume per januari 2018 te verlagen naar EUR 30 mrd per maand en de aankopen te verlengen tot eind september 2018.

Het totaalbedrag komt hiermee eind september 2018 uit op ca. EUR 2.550 mrd. Tabel 1 geeft een overzicht van de aankoopvolumes per programma. De verdere besluitvorming over het APP hangt af van inflatieontwikkelingen.

#### *Public sector purchase programma (PSPP)*

Het PSPP maakt onderdeel uit van het APP en begon in maart 2015. Onder het PSPP worden naast staatsobligaties ook obligaties van supranationale instellingen, agentschappen en regionale overheden aangekocht. Er stond eind december 2017 onder het PSPP voor EUR 1.889 mrd op de balans van het Eurosysteem. De ECB hanteert een aantal belangrijke voorwaarden bij de uitwerking van het PSPP<sup>21</sup>:

<sup>20</sup> Zie bijv. IMF (2015) «Euro area policies», IMF Country Report Nr. 15/205; ECB (2016) «The ECB's asset purchase programme: an early assessment» Working Paper No. 1956/September 2016; ECB (2017): The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP) Working Paper No. 2075/June 2017

<sup>21</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp-qa.en.html>

- Bij de uitvoering van PSPP is er voor gekozen om de risicodeling te beperken. Het grootste gedeelte van de aankopen binnen PSPP, 80% van de omvang van het programma, wordt gedaan door nationale centrale banken en hier is geen risicodeling op van toepassing. Ik zal hier nader op in gaan in paragraaf 1.2 over blootstelling.
- De 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. De ECB heeft in de toepassing enige flexibiliteit op maandelijkse basis, om te zorgen voor een soepele implementatie van het programma.
- Het Eurosysteem koopt niet meer dan 33% van de nominale waarde van een obligatieserie van een lidstaat en niet meer dan 33% van de totale nominale schuld. Deze limieten hangen samen met drempelwaarden voor stemprocedures binnen zogenoemde *Collective Action Clauses* (CAC's) in staatsobligaties. Door deze limieten beperkt het Eurosysteem het risico dat zij een positie verwerft waarmee zij een obligatieherstructurering zou kunnen blokkeren.
- Onder het PSPP worden enkel obligaties aangekocht van uitgeverij die voldoen aan de minimumvereisten van het Eurosysteem voor kredietwaardigheid. Zo heeft het Eurosysteem onder het PSPP geen schuld aangekocht van Griekenland.
- Het Eurosysteem koopt geen staatsobligaties op de primaire markt. Na uitgifte van een specifieke staatsobligatie is er sprake van een black-out periode waarin het Eurosysteem geen van die obligaties aankoopt<sup>22</sup>. Zo wordt de prijsvorming op de markt gewaarborgd.

#### *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 minimaal een «investment grade» kredietbeoordeling hebben. Er stond eind december 2017 onder CSPP voor EUR 132 mrd op de balans van het Eurosysteem.

### **1.2 Blootstelling van DNB op ECB programma's**

DNB is blootgesteld aan risico's naar aanleiding van de eigen beleggingsportefeuille en naar aanleiding van de programma's die worden uitgevoerd door het Eurosysteem. Aan de monetaire programma's van het Eurosysteem is Nederland via diverse kanalen blootgesteld. In het statuut van Europees Stelsel van Centrale Bank (ESCB) is vastgelegd dat eventuele winsten of verliezen in het kader van monetaire beleidstaken worden verdeeld over de Nationale Centrale Bank (NCB's) binnen het Eurosysteem<sup>23</sup>. Deze verdeling vindt plaats conform de kapitaalsleutel van de ECB, verdisconteerd voor eurolanden. Het aandeel van DNB in deze verdisconteerde kapitaalsleutel bedraagt 5,7%<sup>24</sup>. Deze blootstelling geldt voor de open markt operaties (OMO's) en de programma's CBPP<sup>325</sup>, SMP, ABSPP en CSPP. De blootstelling van DNB aan deze programma's is gelijk aan het aandeel van DNB in de kapitaalsleutel dat 5,7% bedraagt. Tabel 2 vermeldt de blootstelling van DNB in miljoenen euro's op bovengenoemde ECB programma's. De blootstelling geeft het totale

<sup>22</sup> <https://www.bis.org/review/r160415c.htm>

<sup>23</sup> ESB statuut artikel 32.4

<sup>24</sup> Het precieze percentage is 5,6875%.

<sup>25</sup> Voor de programma's CBPP 1 en CBPP 2 was er geen risicodeling van toepassing.

bedrag weer waarover DNB risico loopt. In paragraaf 1.3 wordt nader ingegaan op de omvang van deze risico's en de buffers die hier tegenover staan.

Voor het ABSPP-programma geldt dat de waardepapieren op de balans van de ECB staan waardoor DNB alleen indirect is blootgesteld. Verliezen op de aangekochte securitisaties onder ABSPP komen eerst ten laste van de voorzieningen van de ECB en eventuele resterende verliezen worden verdeeld over NCB's conform de kapitaalverdeelsleutel. Voor de overige programma's geldt dat de verliezen direct zullen neerslaan bij DNB.

**Tabel 2. Blootstelling van DNB op ECB programma's exclusief PSPP in EUR mln.\***

Programma	Totale omvang op balans Eurosysteem	Blootstelling van DNB
Herfinancieringstransacties	764.286	43.469
SMP	89.134	5.069
ABSPP	25.015	1.423
CBPP 1-3	251.507	14.304
CSPP	131.593	7.484
Totaal	1.261.535	179.315

\* Stand van eind december 2017.

### *Blootstelling DNB op PSPP*

Zoals eerder aangegeven is er bij de uitvoering van PSPP voor gekozen om de risicodeling te beperken<sup>26</sup>. Het grootste gedeelte van de aankopen binnen PSPP, 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 NCB's binnen het Euro-systeem kopen enkel obligaties op van hun eigen overheden. Verliezen of winsten over deze 80% dienen de NCB's zelf op te vangen en worden niet gedeeld met andere NCB's. Onder het PSPP heeft DNB tot en met december 2017 voor ongeveer EUR 94 miljard aan Nederlandse obligaties aangekocht<sup>27</sup>.

Over de overige 20% procent van de aankopen binnen het PSPP is DNB blootgesteld naar rato van de kapitaalsleutel van de ECB. Dit bestaat voor ca. 9 procentpunt<sup>28</sup> uit staatsobligaties van eurolanden die de ECB aankoopt. Deze obligaties staan op de balans van de ECB. DNB is alleen indirect blootgesteld aan deze obligaties. Eventuele verliezen die voortvloeien uit deze obligaties zullen allereerst ten laste komen van de voorzieningen van de ECB. Eventuele resterende verliezen zullen worden verdeeld conform de kapitaalsleutel. Hetzelfde geldt voor eventuele winsten die voortvloeien uit deze aankopen door de ECB. Dit betekent dat de indirecte blootstelling van DNB op staatsobligaties van andere eurolanden 5,7% van deze 9 procentpunt bedraagt. Dit is ca. 0,5% van de omvang van PSPP wat neerkomt op een bedrag van ca. EUR 10 mrd (stand november 2017).

<sup>26</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html)

<sup>27</sup> Naast Nederlandse staatsobligaties betreft dit obligaties van de Bank Nederlandse Gemeenten (BNG), de Nederlandse Waterschapsbank (NEDWBK) en Nederlandse Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden (FMO). Het bedrag op de balans van DNB kan afwijken van het aankoopbedrag door reeds afgelopen obligaties en amortisatie. DNB zal in haar jaarverslag 2017 de balans per 31 december 2017 publiceren

<sup>28</sup> Stand van 31 december 2017. Het percentage bedroeg vanaf maart 2015 tot en met maart 2016 8%. Vanaf april 2016 bedraagt het percentage 10%. Zie: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex\\_32016d0008\\_en\\_txt2.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_32016d0008_en_txt2.pdf)

Voor ca. 11 procentpunt<sup>29</sup> betreft dit de aankoop van obligaties van supranationale instellingen, zoals de Europese Investeringsbank (EIB) en het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM). Deze obligaties worden aangekocht door NCB's en eventuele winsten en verliezen worden direct verdeeld onder de NCB's conform de kapitaalsleutel, net zoals bij andere ECB-programma's. Dit betekent dat de directe blootstelling van DNB op obligaties van supranationale instellingen 5,7% van deze 11 procentpunt bedraagt. Dit is ca 0,6% van de omvang van PSPP wat neerkomt op een bedrag van ca. EUR 12 mrd (stand november 2017). Hierbij geldt overigens dat ook zonder PSPP nationale overheden in veel gevallen reeds delen in de risico's van deze instellingen aangezien ze vaak aandeelhouder van deze instellingen zijn.

Uit het bovenstaande blijkt dat eventuele verliezen die zich voordoen bij een afschrijving van obligaties die op de balans staan van het Euro-systeem met name zullen neerslaan bij de NCB van het land dat in de problemen is. Voor DNB bestaat de blootstelling onder PSPP voornamelijk uit Nederlandse staatsobligaties en hieraan gelieerde instanties<sup>30</sup> en is de blootstelling op obligaties van andere landen en supranationale obligaties beperkt<sup>31</sup>.

### **1.3 Risico's voor DNB als gevolg van ECB programma's**

De winst van DNB is door de verschillende monetaire beleidsprogramma's de laatste jaren toegenomen. Dit biedt een buffer om eventuele verliezen op te vangen. Deze verliezen zijn tot nu toe zeer beperkt.

Het aankopen van stukken gaat gepaard met risico's. Het risico dat DNB en daarmee de Nederlandse overheid loopt, kan worden onderverdeeld in renterisico en kredietrisico.<sup>32</sup> DNB loopt deze risico's op vrijwel alle stukken die ze op haar balans heeft, zowel op de stukken van haar eigen beleggingsportefeuille als op de stukken die zij aanhoudt als gevolg van het gezamenlijke monetaire beleid.

#### *Renterisico*

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

#### *Kredietrisico*

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

De risico's onder herfinancieringsoperaties betreffen de «normale» risico's die centrale banken lopen bij het voeren van monetair beleid. Het Eurosysteem voorziet banken liquiditeit in ruil voor onderpand<sup>33</sup>. Normaal

<sup>29</sup> Stand van 31 december 2017. Het percentage bedroeg vanaf maart 2015 tot en met maart 2016 12%. Vanaf april 2016 bedraagt het percentage 10%. Zie: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex\\_32016d0008\\_en\\_txt2.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_32016d0008_en_txt2.pdf)

<sup>30</sup> Kamerstuk 21 501-07, nr. 1458 (Kamerbrief): Kamerbrief over Ordentelijk Mechanisme voor Onhoudbare Overheidsschuld

<sup>31</sup> Voor Nederland betreft dit de Nederlandse Waterschapsbank, Bank Nederlandse gemeenten en NEDFIN.

<sup>32</sup> Zie ook pagina 128 van het Jaarverslag 2016 van DNB.

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



gesproken maken centrale banken winst op monetaire operaties. Mocht de betreffende bank echter deze liquiditeit op termijn niet terug kunnen betalen, dan kan het Eurosysteem het onderpand uitwinnen. In het extreme geval dat ook uitwinning van dit onderpand onverwacht onvoldoende oplevert, dan zou het Eurosysteem verlies kunnen maken. De risico's zijn onder (T)LTRO niet wezenlijk anders dan onder standaard herfinancieringsoperaties, enkel de looptijd en het rentetarief wijken af.

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 effecten onder het ABSPP zijn er onderliggende activa. Hierdoor wordt het risico gemitigeerd.

Onder SMP, PSPP en CSPP loopt het Eurosysteem risico's in het geval de schuldtitels geherstructureerd worden. Het Eurosysteem koopt onder PSPP en CSPP zoals vermeld echter relatief veilige obligaties aan waarvan de risico's beperkt zijn. Onder SMP golden geen minimale ratings voor de obligaties en zo zijn bijvoorbeeld indertijd Griekse obligaties voor gemene rekening opgekocht. Er is tot op heden echter door het eurosysteem winst gemaakt op het SMP.

De heer Omtzigt heeft specifiek gevraagd naar het scenario waarin een land uit de eurozone treedt. Ik hecht eraan te benadrukken dat een uittreding van een land uit de euro niet aan de orde is. Als conform het verzoek van de heer Omtzigt echter dit hypothetische scenario desalniettemin nader wordt beschouwd, is het belangrijk vast te stellen dat bij een uittreding van een lidstaat de vordering van het Eurosysteem in principe blijft bestaan. Wat een uittreding eventueel vervolgens voor een effect heeft op het kredietrisico van deze vordering is afhankelijk van een veelvoud aan factoren en verschillende kanalen en derhalve hoogst onzeker. Indien een lidstaat kampt met grote economische problemen zou een uittreding gepaard kunnen gaan met een verdere economische terugval en lage denominering van haar nieuwe, in te voeren, munt. In dat geval kan de terugbetaalcapaciteit uitgedrukt in euro's onder druk komen te staan en neemt het kredietrisico mogelijk toe. Dit is, zoals gezegd, echter van vele factoren en kanalen afhankelijk, waaronder, naast de reële economische effecten en de wisselkoers, ook de hoogte van de schuld en de rente. Als een land niet meer aan haar externe verplichtingen kan voldoen, zullen hierover afspraken moeten worden gemaakt, eventueel in Club van Parijs verband.

#### *Voorziening voor risico's*

Vanwege de toegenomen risico's waaraan DNB is blootgesteld als gevolg van APP heeft DNB begin 2016<sup>34</sup> besloten om een voorziening voor krediet- en renterisico's op te bouwen. Eventuele verliezen die DNB dient te nemen als gevolg van het APP komen in eerste aanleg ten laste van deze voorziening. DNB heeft de winst die ze heeft gemaakt o.a. als gevolg van de ECB programma's gebruikt om deze voorziening op te bouwen. De voorziening voor krediet- en renterisico's van DNB bedraagt per 31 december 2016 EUR 1 mrd en wordt de komende jaren verder uitgebouwd. Naar huidige verwachting zal DNB de komende jaren vrijwel de gehele winst aan de voorziening toevoegen en zullen er nauwelijks winstafdrachten aan de Nederlandse Staat plaatsvinden. De Nederlandse Staat heeft in 2013 daarnaast een overheidsgarantie aan DNB verstrekt van EUR 5,7 mrd, waarmee de risico's gedekt worden op de

<sup>34</sup> Kamerstuk 32 013, nr. 124 (Kamerbrief): Voorziening DNB

blootstellingen uit het SMP en op blootstelling van DNB op vorderingen van het Eurosysteem op bancaire instellingen en NCB's uit landen die eind 2012 een kredietbeoordeling onder *investment grade* hadden. Dit betrof de landen Griekenland, Cyprus en Portugal<sup>35</sup>. Tot slot heeft DNB eigen kapitaal en algemene reserves om resterende verliezen op te vangen.

Naast het deel van het aankoopprogramma dat door DNB wordt uitgevoerd, is er, zoals eerder gemeld, ook een (indirecte) blootstelling aan ABSPP en het deel van PSPP dat door de ECB wordt uitgevoerd. De ECB heeft een eigen voorziening op de balans voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's. Verliezen op de obligaties van ABSPP en PSPP die op de balans van de ECB staan komen in eerste instantie ten laste van deze voorziening. Deze voorziening bedroeg op 31 december 2016 EUR 7,6 mrd<sup>36</sup>.

#### **1.4 De gevolgen van verlenging van het ECB-beleid voor pensioenfondsen**

Het lid Van Rooijen heeft tijdens de AFB gevraagd ook aandacht te besteden aan de effecten van het verlengen van het ECB-beleid op de rekenrente. Het is geen gemakkelijke vraag wat het effect van de verlenging is. In de brieven d.d. 19 december 2016<sup>37</sup>, 23 januari 2017<sup>38</sup>, en 26 juni 2017<sup>39</sup>, en het schriftelijk overleg d.d. 3 oktober 2017<sup>40</sup> heeft mijn voorganger reeds aangegeven dat de effecten van het ECB-beleid op de pensioenfondsen zich lastig laten kwantificeren. De achtergrond hiervan is dat het precieze drukkende effect van het ECB-beleid op de rente onbekend is, en dat het beleid ook (onbekende) indirecte positieve effecten heeft op de dekkingsgraad via het aanwakkeren van de economische groei en de waardering van de bezittingen van pensioenfondsen.

Dit geldt ook voor het effect van toekomstig ECB-beleid. Bij aankondiging van de verlenging zal deze een drukkend effect op de rente hebben gehad, maar de omvang daarvan is moeilijk in te schatten. Omdat de verlenging reeds is aangekondigd, ligt het voor de hand dat deze inmiddels volledig ingeprijsd is en geen verdere drukkende effecten op de rente tot gevolg zal hebben.

## **2. TARGET2**

Tijdens de Algemene Financiële Beschouwingen (AFB) van 8 en 9 november jl. heeft uw Kamer gevraagd naar de risico's van TARGET2. Met deze brief wil ik uw Kamer daarom ook informeren over TARGET2-saldi. In het vervolg van deze Kamerbrief zal ik ingaan op de werking van het TARGET2-systeem en TARGET2-saldi, aangeven wat de huidige stand van TARGET2-saldi is, uitleggen waarom deze in verschillende periodes zijn opgelopen en gedaald en ingaan op de potentiële risico's die gepaard gaan met TARGET2-saldi.

<sup>35</sup> Kamerstuk 32 013, nr. 124 (Kamerbrief): Voorziening DNB

<sup>36</sup> Zie jaarverslag ECB 2016: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2016nl.pdf>

<sup>37</sup> Kamerstuk 34 563, nr. 4 (Kamerbrief): Kabinetsreactie inzake de initiatiefnota van het lid Omtzigt over ECB monetair beleid en de nadelige gevolgen voor de Nederlandse pensioenfondsen

<sup>38</sup> Kamerstuk 34 563, nr. 5 (Kamerbrief): Verzoek lid Omtzigt reflectie op gevolgen ECB-beleid voor pensioenfondsen

<sup>39</sup> Kamerstuk 32 043, nr. 370 (Kamerbrief): Toekomst pensioenstelsel

<sup>40</sup> Kamerstuk 32 043, nr. 385: Verslag van schriftelijk overleg toekomst pensioenstelsel

## 2.1 Beschrijving van de werking van het TARGET2 systeem

### *Wat is TARGET2?*

TARGET2 is het betalingssysteem dat overboekingen registreert en afwikkelt tussen partijen die rekeningen aanhouden bij één van de NCB's in het eurogebied en dat in eigendom en beheer is van het Eurosysteem. Als zodanig maakt het TARGET2-systeem het vrije grensoverschrijdende verkeer van kapitaal in de EMU mogelijk en ondersteunt het de uitvoering van het gemeenschappelijke monetaire beleid van de ECB<sup>41</sup>. TARGET2 is dus een integraal onderdeel van een goed functionerende EMU, aangezien een monetaire unie enkel kan bestaan wanneer er grenzeloos en vrij betalingsverkeer tussen ingezetenen uit de verschillende lidstaten kan zijn.<sup>42</sup>

Omdat TARGET2 decentrale liquiditeitsverschaffing tegen onderpand in het Eurosysteem mogelijk maakt, voorkomt het systeem ook dat solvabele instellingen in acute betalingsproblemen raken wanneer zij een tijdelijk tekort aan liquide middelen hebben. De Kamer is hierover eerder geïnformeerd in een eerdere Kamerbrief over TARGET2.<sup>43</sup>

### *Wat zijn en hoe ontstaan TARGET2-saldi?*

Grensoverschrijdende TARGET2-overboekingen tussen partijen die een rekening aanhouden bij één van de NCB's van het Eurosysteem, leiden tot TARGET2-saldomutaties van de desbetreffende NCB's tegenover de ECB. Een voorbeeld van een grensoverschrijdende overboeking is de aankoop van een product door een partij in land A bij een winkel of bedrijf in land B.

Wanneer er nettobetalingen binnenstromen bij de partijen die een rekening aanhouden bij een NCB ontstaat er een boekhoudkundige vordering (positief TARGET2-saldo) van deze NCB tegenover de ECB, die als centrale tegenpartij fungeert.<sup>44</sup> Wanneer er nettobetalingen uitstromen ontstaat een boekhoudkundige verplichting (negatief TARGET2-saldo) van deze NCB tegenover de ECB. Deze grensoverschrijdende overboekingen tussen commerciële banken kunnen worden gefaciliteerd met liquiditeit van het Eurosysteem indien bijv. de bank vanuit welke middelen over worden gemaakt ceteris paribus onvoldoende liquiditeit heeft en geen middelen op de interbancaire markt aantrekt. Deze liquiditeitsverschaffing is gedekt door onderpand, aangezien het Eurosysteem geen ongedekt krediet verstrekt aan het bankwezen. De boekhoudkundige vorderingen en verplichtingen van NCB's ten opzichte van de ECB heten TARGET2-saldi en zijn in wezen dus een neveneffect van de decentrale uitvoering van het monetair beleid. De TARGET2-saldi weerspiegelen zo de grensoverschrijdende cumulatieve nettobetalingen tussen partijen met rekeningen bij verschillende NCB's die gefaciliteerd zijn door liquiditeit van het Eurosysteem. TARGET2-saldi van NCB's worden niet verrekend en fluctueren dagelijks aan de hand van de grensoverschrijdende nettobetalingen binnen TARGET2. Gezien het volume aan dagelijkse overboekingen in het Eurosysteem is de volatiliteit van TARGET2-saldi van NCB's tegenover de ECB zeer groot op dagbasis.

<sup>41</sup> <https://www.dnb.nl/betalingsverkeer/overige-taken/target2-en-t2s/index.jsp>

<sup>42</sup> <https://www.dnb.nl/betalingsverkeer/overige-taken/target2-en-t2s/index.jsp>

<sup>43</sup> Kamerstuk 21 501-07, nr. 905 (Kamerbrief): Kamerbrief over opheffen vertrouwelijkheid brief Target-2

<sup>44</sup> DNBulletin juni 2016: Target2-saldi weerspiegelen QE en nog altijd aanwezige fragmentatie binnen het eurogebied

## Huidige stand van zaken TARGET2-saldi

Onderstaande tabel geeft de meest actuele TARGET2-saldi van NCB's tegenover de ECB weer. Actuele gegevens over de TARGET2-saldi van DNB en andere NCB's worden maandelijks openbaar gerapporteerd op de website van de ECB.<sup>45</sup>

**Tabel 3. TARGET2-saldi NCB's tegenover ECB (1 december 2017, in EUR mrd.)<sup>1</sup>**

Land	TARGET2-saldo**
België	- 5
Cyprus	6
Duitsland	849
Estland	0
Frankrijk	- 17
Finland	71
Griekenland	- 61
Ierland	5
Italië	- 436
Letland	- 7
Litouwen	- 4
Luxemburg	192
Malta	4
Nederland	112
Oostenrijk	- 36
Portugal	- 84
Slovenië	- 1
Slowakije	10
Spanje	- 370
ECB*	- 227

<sup>1</sup> Netto posities van 1 december 2017 (gepubliceerd 5 januari 2018), bron: ECB en *disaggregated financial statement Eurosysteem*: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/dis/html/index.en.html>

\* Het negatieve ECB-saldo is een technisch bijeffect van het monetaire aankoopprogramma PSPP, waarvan 8–10% van de aankopen op de ECB-balans staat. De ECB-aankopen leiden automatisch tot netto betalingsuitstromen vanuit de ECB en daarmee tot een negatief TARGET2-saldo, doordat de ECB (vrijwel) geen rekeninghouders heeft.

\*\* De optelsom van alle huidige saldi komt niet precies uit op 0; enerzijds doordat de saldi zijn afgerond op EUR mrd en anderzijds doordat NCB's van niet-EMU EU-landen wel aangesloten zijn op TARGET2, maar per definitie non-negatieve T2-saldi hebben doordat zij geen netto liquiditeit in euro's kunnen creëren.

## 2.2. Ontwikkeling TARGET2-saldi en oorzaken

In de periode tot 2007 waren de omvang van de TARGET2-balans en de individuele saldi van NCB's relatief klein.<sup>46</sup> Sinds de crisis is deze situatie echter veranderd en lopen TARGET2-saldi gedurende bepaalde periodes op. Naarmate de crisis zich verdiepte in 2011 begon de werking van de interbancaire markten binnen het Eurosysteem te verslechteren. In de ogen van investeerders ontstond een redenominatierisico, met kapitaaluitstroom uit zwakker geachte lidstaten als gevolg. Bedrijven en burgers uit kwetsbare lidstaten kozen er tot op zekere hoogte voor tegoeden te verplaatsen naar banken in andere lidstaten. Het door kapitaaluitstroom ontstane financieringstekort voor commerciële partijen werd opgevangen door *vraaggedreven* liquiditeit van het Eurosysteem. Dit uitte zich in oplopende TARGET2-saldi van NCB's van eurolanden tegenover de ECB<sup>47</sup>;

<sup>45</sup> Bron: [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/target\\_balances/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/target_balances/html/index.en.html)

<sup>46</sup> Kamerstuk 21 501-07, nr. 905 (Kamerbrief): Kamerbrief over opheffen vertrouwelijkheid brief Target-2

<sup>47</sup> Zoals ook benoemd in het rapport van de Raad van State – De staat van de euro –, november 2017, p. 29: «De ECB zag zich genoodzaakt op grote schaal langlopende liquiditeitssteun te verlenen aan banken. Dit uitte zich onder andere in oplopende saldi van de centrale banken van de eurozone-lidstaten in het Target2-systeem»

NCB's van kwetsbare eurolanden kregen negatieve TARGET2-saldi en NCB's van sterkere eurolanden kregen positieve TARGET2-saldi tegenover de ECB.<sup>48</sup>

Oplopende TARGET2-saldi waren dus de tegenhanger van deze kapitaalstromen en gedurende de crisis indicatief voor de *funding stress* van banken in kwetsbare eurolanden. Daarmee waren deze saldi een belangrijke graadmeter voor de diepte van de crisis.<sup>49</sup> Nadat percepties van redenominatierisico's waren verminderd en het vertrouwen in banken uit kwetsbare eurolanden langzaam terugkeerde, daalde het beroep van banken op Eurosysteemfinanciering en daarmee ook de TARGET2-saldi.

Sinds begin 2015 zijn TARGET2-saldi weer wat aan het oplopen. Deze periode wordt gekenmerkt door *aanbodgedreven* liquiditeitscreatie via de monetaire aankoopprogramma's, zoals eerder in deze brief beschreven. Deze oploop van TARGET2-saldi verschilt dus wezenlijk in oorsprong van de vraaggedreven oploop van TARGET2-saldi ten tijde van de crisis. Liquiditeitsverschaffing via QE is in beginsel verdeeld aan de hand van de kapitaalsleutel van de ECB. Als deze liquiditeit echter ongelijk wordt aangehouden en er sprake is van grensoverschrijdende nettobetalingen, dan lopen TARGET2-saldi op.

QE heeft invloed op de ontwikkeling van TARGET2-saldi op een aantal manieren.<sup>50</sup> Allereerst geven zowel de BIS<sup>51</sup> als de ECB<sup>52</sup> aan dat NCB's ook obligaties aankopen van tegenpartijen die niet gevestigd zijn in de eurozone. Deze tegenpartijen moeten de transactie voldoen via een rekening bij een commerciële bank die via een NCB in de eurozone op het TARGET2-systeem is aangesloten. Hiervoor maken deze tegenpartijen ook gebruik van eurozone-branches van hun eigen niet-eurozone bank of van «*correspondent banks*» (banken gevestigd in de eurozone die betaaldiensten aanbieden aan niet-eurozonebanken). Zowel deze branches als *correspondent banks* zijn relatief vaak gevestigd in landen als Duitsland, Luxemburg en Nederland.<sup>53</sup> Als gevolg hiervan ontstaan betaalstromen binnen de eurozone die worden verwerkt via het TARGET2-systeem en leiden tot oplopende TARGET2-saldi. Als tweede stelt de ECB<sup>54</sup> dat NCB's tevens obligaties aankopen van tegenpartijen die gevestigd zijn in een ander euroland. Ook dit veroorzaakt grensoverschrijdende transacties en leidt tot oplopende TARGET2-saldi. Tenslotte beïnvloedt de risicoperceptie van investeerders bij welke banken zij de liquiditeit die gegeneerd is onder het aankoopprogramma stallen, hetgeen tevens leidt tot betaalstromen binnen de eurozone met oplopende TARGET2-saldi als gevolg. Dit komt ook doordat er nog sprake is van enige fragmentatie in de interbancaire markt en blijvende risicopercepties ten opzichte van bepaalde banken in een aantal eurolanden.

<sup>48</sup> Kamerstuk 21 501-07, nr. 905 (Kamerbrief): Kamerbrief over opheffen vertrouwelijkheid brief Target-2

<sup>49</sup> DNB, 12 april 2012: <https://www.dnb.nl/en/news/news-and-archive/dnbulletin-2016/dnb342673.jsp>

<sup>50</sup> Voor een visuele weergave van zo'n transactie verwijst ik u naar <https://www.bis.org/publ/work393.pdf>, pagina 12

<sup>51</sup> BIS, 6 maart 2017, «*what is driving the renewed increase of Target2 balances?*» [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1703u.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1703u.htm)

<sup>52</sup> Draghi omtrent Target2 aan de leden van het Europees parlement M. Valli en M. Zanni, 18 januari jl.

<sup>53</sup> Zie ECB (2016) «TARGET balances and the asset purchase programme» Economic Bulletin, November 2016, p. 20–23

<sup>54</sup> Brief Draghi omtrent Target2 aan de leden van het Europees parlement M. Valli en M. Zanni, 18 januari jl.

## 2.3 Potentiële risico's TARGET2

Sommige economen wijzen op de potentiële risico's van het TARGET2-systeem indien een lidstaat de euro zou verlaten. Het kabinet merkt op dat dit een theoretisch vraagstuk is omdat het vertrek van lidstaten uit de eurozone niet aan de orde is. Het is belangrijk vast te stellen dat de TARGET2-saldi niet de schulden weerspiegelen tussen eurolanden onderling en ook niet de directe blootstelling van DNB op eurolanden met een negatief TARGET2-saldo. Net als alle andere vorderingen en verplichtingen van NCB's tegenover de ECB<sup>55</sup>, zijn TARGET2-saldi feitelijk boekhoudkundige saldi die niet worden verrekend.

Mocht nu, in het hypothetische geval, een lidstaat uit de eurozone stappen, dan behoudt de betreffende NCB haar verplichtingen jegens de ECB. Tot deze verplichtingen behoort ook het TARGET2-saldo. 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.<sup>56</sup>

Zoals ook in paragraaf 1.3 beschreven zullen (eventueel in Club van Parijs verband) afspraken moeten worden gemaakt over eventuele problemen die voortkomen uit de verplichtingen van een uittrekkende NCB tegenover de ECB. In het uiterste geval zou de ECB dan een verlies kunnen lijden. Dit verlies van de ECB zal neerslaan bij de overgebleven NCB's in de muntunie naar rato van het gecorrigeerde aandeel in de kapitaalsleutel, zoals eerder in deze brief uiteen is gezet. Eventuele verliezen voor NCB's zijn dus niet afhankelijk van hun eigen netto vordering of verplichting tegenover de ECB.

## 3. Conclusie

Zoals ik richting de Kamer heb aangegeven vind ik het van belang goed zicht te hebben op de wijze waarop Nederland is blootgesteld aan risico's als gevolg van het ECB-beleid en de Kamer hierover te informeren. Ik hoop dat ik met deze brief in de informatiebehoefte van de Kamer heb voorzien.

Ik hecht er aan om te benadrukken dat door de vormgeving van de ECB programma's de risico's voor verlies voor DNB en de Nederlandse staat worden beperkt, zoals doordat DNB onder het PSPP voor eigen balans alleen Nederlandse overheidsobligaties opkoopt. DNB heeft bovendien de winst over de programma's benut om voorzieningen op te bouwen om eventuele verliezen op te kunnen vangen.

Voorts zijn er de afgelopen jaren op Europees niveau belangrijke stappen gezet om de eurozone te versterken en de onderliggende onevenwichtigheden te verminderen. Zo zijn er stappen gezet met de oprichting van het permanente noodfonds ESM, de versterking van de Europese begrotings-

<sup>55</sup> De netto posities van alle NCB's van het Eurosysteem tegenover de ECB zijn te raadplegen in de maandelijks gepubliceerde Consolidated Financial statement of the Eurosysteem: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/dis/html/index.en.html>. De netto positie van DNB is te raadplegen in het jaarverslag van DNB. De netto posities van alle NCB's van het Eurosysteem tegenover de ECB zijn te raadplegen in de maandelijks gepubliceerde Consolidated Financial statement of the Eurosysteem: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/dis/html/index.en.html>

<sup>56</sup> Brief Draghi omtrent Target2 aan de leden van het Europees parlement M. Valli en M. Zanni, 18 januari jl.

regels zoals vastgesteld in het SGP en de introductie van de MEOP.<sup>57</sup> Daarnaast zijn er maatregelen doorgevoerd ter versterking van de Europese bankensector. Zo zijn de kapitaaleisen voor banken de afgelopen jaren fors verhoogd en worden de komende jaren nog verdere stappen gezet om te komen tot een steviger raamwerk.<sup>58</sup> Tot slot is ook het banktoezicht in de eurozone via de Bankenunie op Europees niveau gebracht, net als de besluitvorming over ordentelijke afwikkeling en herstructurering van systeemrelevante banken. Al deze maatregelen hebben tot doel de stabiliteit van de muntunie en het vertrouwen in het Europese bankstelsel te vergroten.

Het is daarnaast de inzet van dit kabinet om de duurzame groei en stabiliteit van de eurozone ook in de toekomst te versterken<sup>59</sup>. Een stabiele eurozone met duurzame groei verhoogt de welvaart in de eurozone en kan daarmee tevens de potentiële risico's die gepaard gaan met de programma's van de ECB verlagen. Zoals aangegeven in de Kamerbrief Toekomst van de EMU<sup>60</sup> is het voor dit kabinet van belang om de risico's in de reële economie en de financiële sector terug te brengen. Het kabinet is daarom voorstander van een strenge naleving van de begrotingsregels in het SGP, het beter benutten van de mogelijkheden van de macro-economische onevenwichtigheidsprocedure en het vervolmaken van de bankenunie conform de routekaart voor de bankenunie zoals opgesteld onder het Nederlands voorzitterschap in 2016. Deze maatregelen bevorderen het versterken van private en publieke buffers in de eurozone en kunnen zodoende verder bijdragen aan het reduceren van risico's.

De Minister van Financiën,  
W.B. Hoekstra

---

<sup>57</sup> Zie ook Kamerbrief Toekomst van de Economische en Monetaire Unie: <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2017/11/27/toekomst-van-de-economische-en-monetaire-unie>

<sup>58</sup> Kamerstuk 32 013, nr. 119 (Kamerbrief): Kamerbrief overzicht verschillende kapitaaleisen

<sup>59</sup> Kamerstuk 21 501-20, nr. 1262 (Kamerbrief): Toekomst van de Economisch en Monetaire Unie

<sup>60</sup> Kamerstuk 21 501-20, nr. 1262 (Kamerbrief): Toekomst van de Economisch en Monetaire Unie