

Ministerie van Financiën, t.a.v. Mevr. Kaag  
Korte Voorhout 7  
2500 EE Den Haag

De Nederlandsche Bank N.V.  
Prof. dr. K.H.W. Knot  
President

Postbus 98  
1000 AB Amsterdam  
+31 20 524 91 11  
www.dnb.nl

Handelsregister 3300 3396  
BTW: NL003569056B01

## Onderwerp

Brief inzake kapitaalspositie DNB

Geachte Mevrouw Kaag,

Via deze brief informeer ik u over de negatieve ontwikkeling in de kapitaalspositie van De Nederlandsche Bank (DNB) die het gevolg is van verwachte verliezen. De centrale banken in het Eurogebied hebben de afgelopen tien jaar bijgedragen aan een voorspoedige economische ontwikkeling via de verruiming van het monetaire beleid en het mitigeren van de impact van de COVID-19 pandemie op de economie en het financiële systeem. De momenteel hoge inflatie komt als een verrassing en noopt tot een verkrapping van het monetaire beleid en dat leidt via renteverhogingen tot verwachte verliezen voor DNB. Waar ik u via onze jaarverslagen en in onze gesprekken heb geïnformeerd over de mogelijkheid van verliezen bij een rentestijging, gebruik ik deze brief om u in te lichten over de materialisatie ervan. Hieronder ga ik nader in op de context van de verwachte verliezen, de specifieke gevolgen voor DNB en het handelingsperspectief van DNB en haar aandeelhouder.

De centrale banken van het Eurosysteem hebben als primair mandaat om prijsstabiliteit te waarborgen. Het betreft hier de ECB en de nationale centrale banken, waaronder DNB. In het decennium voorafgaand aan de COVID-19 pandemie werd het eurogebied geconfronteerd met inflatie persistent beneden het inflatiestreven van de ECB. De ECB zag zich dan ook genoodzaakt een ruim monetair beleid te voeren, met in de eerste plaats lage beleidsrentes.

Omdat de inflatie persistent laag bleef en beleidsrentes door de effectieve ondergrens op nominale rentes niet verder konden dalen, is het Eurosysteem in

## Datum

09 september 2022

## Ons kenmerk

T045-1095693089-2814

2015 gestart met de aankoop van (staats)obligaties in de secundaire markt via het Asset Purchase Programme (APP). Hierdoor werd veel liquiditeit in de markt gezet. Aldus kon het monetaire beleid verder worden verruimd door kapitaalmarktrentes te drukken. Toen de inflatie begon te convergeren naar het inflatiestreven van de ECB, maakte de ECB eind 2018 een einde aan de netto-aankopen onder het APP.

Deze netto-aankopen onder het APP werden in 2019 echter weer hervat gegeven een terugkeer van persistent lage inflatie. Vervolgens werd het Eurosysteem bij het uitbreken van de COVID-19 pandemie geconfronteerd met onrust op financiële markten die de doorwerking van het monetaire beleid naar de reële economie dreigde te verstoren. Ook ontstond het risico dat de pandemie zou leiden tot een financiële crisis. Het Eurosysteem startte daarom in maart 2020 het Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), waaronder op grotere schaal obligaties werden aangekocht, naast het APP.

De aankoopoperaties van de ECB hebben hun werk tijdens de pandemie goed gedaan: een financiële crisis is uitgebleven en de reële economie heeft liquiditeit kunnen blijven ontvangen. De impact van de pandemie op de economie bleef hierdoor beperkter dan zonder de getroffen maatregelen. In brede zin heeft de Nederlandse economie profijt gehad van het op peil blijven van economische activiteit in het eurogebied, als gevolg van de lagere financieringskosten. Ook is de kredietverlening in Nederland en elders in het eurogebied in stand gehouden, mede dankzij herfinancieringsoperaties voor banken tegen een gunstig rentetarief. Daarnaast heeft de overheid door de aankoopoperaties voordeel gehad van lage financieringskosten, al is de mate waarin met de nodige onzekerheid omgeven.<sup>1</sup> Tegelijkertijd is het ook zo dat de lage rente uitdagingen met zich heeft meegebracht voor (pensioen)spaarders.

---

<sup>1</sup> Eser et al. (2019) 'Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve' schatten dat het APP de tienjaars rente met 95 basispunten over de onderzochte periode heeft verlaagd. Deze schatting impliceert aanzienlijke rentebesparingen voor de Nederlandse Staat. Bij de totale schulduitgifte ter grootte van EUR 267 miljard over de jaren 2015-2021 met een gemiddelde looptijd van 10,6 jaar komt deze schatting neer op een voordeel van in totaal EUR 28 miljard over die periode voor de Nederlandse Staat.

**Datum**

09 september 2022

**Ons kenmerk**

T045-1095693089-2814:

Daar waar inflatie voor de COVID-19 pandemie persistent te laag was, hebben we nu te maken met een onverwacht hoge inflatie. Deze hoge inflatie, onder andere veroorzaakt door verstoringen in aanbodketens en energieschaarste, noopt de ECB ertoe om in te grijpen en haar monetaire instrumenten anders te kalibreren. De ECB is het monetaire beleid aan het verkrappen door de beleidsrentes te verhogen en ze heeft de netto-aankopen onder de aankoopprogramma's een halt toegeroepen. Dit beleid is erop gericht de inflatie op de middellange termijn terug te brengen naar 2%, overeenkomend met prijsstabiliteit.

**Datum**

09 september 2022

**Ons kenmerk**

T045-1095693089-2814:

DNB ervaart de financiële gevolgen van deze ommekeer in monetair beleid. We zien met de onverwacht snelle kentering van het inflatiebeeld en de stijgende beleidsrentes de vergoeding toenemen die DNB betaalt op de deposito's die banken bij DNB aanhouden. Dit terwijl de inkomsten op de aangekochte obligaties niet meestijgen. Het verschil tussen de betaalde vergoeding en de ontvangen inkomsten is met name groot door de steunoperaties in reactie op de uitbraak van de COVID-19 pandemie. Het scenario dat zich nu ontvouwt komt ongeveer overeen met hetgeen we eind vorig jaar een extreem maar plausibel rentescenario achtten.

De negatieve gevolgen gelden voor alle centrale banken die aankoopprogramma's uitvoeren, zowel in het eurogebied als daarbuiten.<sup>2</sup> In het kader van de aankoopprogramma's van het Eurosysteem heeft DNB met name Nederlandse staatsobligaties aangekocht. De verliezen zijn groter voor nationale centrale banken die obligaties hebben gekocht van overheden met een relatief hoge kredietwaardigheid zoals DNB. Staatsobligaties uit die landen hebben immers de laagste rentes, en zijn dus eerder verlieslatend bij toenemende financieringskosten.

Prijsstabiliteit is het enkelvoudige primaire doel van de ECB. Dit impliceert dat mogelijk negatieve financiële gevolgen niet opwegen tegen de noodzaak om conform het mandaat de inflatie te ondersteunen of juist te bestrijden. Omdat de

---

<sup>2</sup> Zie bijvoorbeeld de Federal Reserve [hier](#), de Riksbank [hier](#) en voor de Bank of England [hier](#).

aankoopprogramma's financieel risico met zich meebrengen heeft DNB sinds de start van de aankopen in 2015 een extra buffer opgebouwd in de vorm van een voorziening om de mogelijke verliezen op te vangen. We kalibreren de omvang van die voorziening aan de hand van een extreem maar plausibel scenario van rentestijgingen en we bouwen de voorziening op door er jaarlijks een deel of soms zelfs het gehele resultaat aan toe te voegen.<sup>3</sup> Een uitdaging daarbij was dat de inkomsten van DNB door de lage rente over de afgelopen jaren beperkt waren, zowel in historisch perspectief als in relatie tot de balansomvang. Daarnaast konden banken aanspraak maken op gunstige rentetarieven in de herfinancieringsoperaties (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO), mits zij de kredietverlening op peil hielden, waardoor het resultaat van DNB extra werd gedrukt. Dit heeft de kredietverlening tijdens de pandemie op peil gehouden, en daarmee de economische activiteit gestimuleerd en deflatierisico's afgewend, maar bemoeilijkte voor DNB het aanleggen van de voorziening op het gewenste niveau.

De buffers waar DNB over beschikt kunnen flinke schokken opvangen, maar zijn niet onbeperkt. In de laatste twee jaarverslagen heeft DNB gewaarschuwd voor de risico's die zich nu materialiseren en dat de buffers in bepaalde scenario's onvoldoende zijn. Dit buffertekort houdt in dat de conform dergelijke scenario's berekende verliezen groter zijn dan de buffers die we hebben. De buffers bestaan naast de genoemde voorziening (EUR 2,8 miljard) uit het kapitaal en reserves (EUR 8,5 miljard). De totale risico's zijn per eind vorig jaar berekend op EUR 13,7 miljard en bestaan voor het belangrijkste deel (EUR 9,4 miljard) uit het renterisico dat zich dus nu materialiseert.

Hoe ver we verwachten in te teren op deze buffers bepalen we aan de hand van de verwachte renteontwikkeling zoals deze door de financiële markten wordt ingeprijsd. Voor dit jaar verwachten we een beperkt verlies. Voor de komende jaren zijn de verwachte cumulatieve verliezen echter aanzienlijk. Volgens de

---

<sup>3</sup> Het resultaat van DNB wordt vastgesteld voor de toevoeging of onttrekking aan de Voorziening voor Financiële Risico's. Nadat deze toevoeging of onttrekking is gedaan resulteert de winst van DNB. Sinds 2015 heeft DNB driekwart van het cumulatieve resultaat (EUR 4.552 mln) gebruikt om de voorziening te vormen (EUR 2.810 mln) en het kapitaal en de reserves te versterken (EUR 565 mln). De rest is uitgekeerd als dividend (EUR 1.176 mln).

**Datum**

09 september 2022

**Ons kenmerk**

T045-1095693089-2814:

raming per eind mei die ik aan u gezonden heb, bedroeg dit verlies cumulatief EUR 2,7 mrd tussen 2023 en 2026. Sindsdien heeft de Raad van Bestuur van de ECB de beleidsrente in twee stappen met in totaal 125 basispunten verhoogd en zijn marktrentes verder opgelopen. Als gevolg daarvan houden we inmiddels rekening met cumulatieve verliezen ter grootte van het renterisico van eind vorig jaar, oftewel zo'n negen miljard euro.

**Datum**

09 september 2022

**Ons kenmerk**

T045-1095693089-2814:

De verwachte cumulatieve verliezen zijn met de nodige onzekerheid omgeven. Het resultaat van DNB is gevoelig voor rentebewegingen en de grote rentebewegingen van 2022 vertalen zich dan ook in grote schommelingen in geraamde resultaten. Bij verdere opwaartse renteschokken, in lijn met de eerdergenoemde scenario's, kunnen extra verliezen ontstaan. In dergelijke scenario's is DNB genooddaakt in te teren op de buffers. Als de verliezen verder oplopen, kan een situatie ontstaan waarbij het kapitaal van DNB negatief is. Omgekeerd zorgt een neerwaartse renteschok voor meevallers ten opzichte van het hierboven geschetste scenario. Verder is er onzekerheid over de toekomstige omvang en samenstelling van onze balans. Zo kan de Raad van Bestuur van de ECB nieuwe maatregelen nemen om de inflatie te beteugelen die invloed hebben op de balans en daarmee op de winstvooruitzichten, in positieve of negatieve zin. De onzekerheid is groter naarmate we verder vooruit kijken.

De regels voor de buffers van DNB liggen vast in het kapitaalbeleid dat we in 2019 zijn overeengekomen. Het ministerie van Financiën en DNB hebben in dat kapitaalbeleid gezamenlijk onderschreven dat een adequate kapitaalspositie nodig is met het oog op het waarborgen van de financiële onafhankelijkheid van DNB. Het beleid uit 2019 heeft in veel opzichten goed gewerkt en er voor gezorgd dat DNB tot op zekere hoogte extra buffers kon aanleggen. Het beleid voorziet echter niet in de situatie die zich nu voordoet.

Hoewel een tijdelijk negatief kapitaal wordt gepermitteerd en werkbaar is, moet op grond van de regels van het Eurosysteem worden vermeden dat hier gedurende langere tijd sprake van is.<sup>4</sup> De mogelijkheden voor DNB om haar

---

<sup>4</sup> ECB Convergenceverslag, juni 2022.

buffers aan te vullen zijn momenteel beperkt. In principe vult DNB deze weer aan door toekomstige winsten in te houden. Mocht het tekort echter te groot of de verwachte winsten te laag zijn dan kunnen aanvullende maatregelen nodig zijn om een solide balans te herstellen. In een uiterst geval kan een kapitaalstorting vanuit de aandeelhouder nodig zijn zoals ook aangegeven in uw jaarlijkse informatiebrief aan de Tweede Kamer over de risico's van DNB.<sup>5</sup>

De verwachte verliezen doen zich over een periode van enkele jaren voor. Volgens de raming vinden de grootste verliezen plaats in de jaren 2023 en 2024, waarna enkele kleinere jaarverliezen volgen. Uiteraard breng ik u tijdig op de hoogte op het moment dat er significante wijzigingen zijn ten aanzien van de winstverwachtingen en de kapitaalspositie. De ervaringen van de COVID-19 pandemie en de impact van het monetaire beleid op de buffers kunnen worden meegenomen bij de evaluatie van het kapitaalbeleid die in 2023 kan worden opgestart.

Hoogachtend,

**Datum**

09 september 2022

**Ons kenmerk**

T045-1095693089-2814:

---

<sup>5</sup> Zie ook de "[Jaarlijkse informatiebrief risico's DNB en de Nederlandse staat als gevolg van ECB beleid](#)" van juli 2022.