

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM



Ministerie van Financiën

*Bestendinging van het kapitaalbeleid van DNB*  
Eindrapport van de Werkgroep Evaluatie Kapitaalbeleid DNB 2023

4 december 2023

## Inhoud

Samenvatting en conclusie .....	4
Begrippenlijst .....	6
Inleiding .....	9
Aanleiding .....	9
Probleemstelling .....	9
Leeswijzer .....	10
Achtergrond .....	11
De rol van de centrale bank in de economie .....	11
De rol en betekenis van kapitaal voor een centrale bank .....	11
Risico-absorberende vermogen .....	12
Herwaarderingsreserves en garanties .....	13
Terugblik Werking Kapitaalbeleid 2019 .....	14
Achtergrond aanpassingen in kapitaalbeleid per 2019 .....	14
Kapitaalbeleid 2019 .....	14
Reflectie op doelmatigheid kapitaalbeleid 2019 .....	15
Verbeterpunten kapitaalbeleid 2019 .....	17
Conclusies .....	18
Externe veranderingen .....	20
Inleiding .....	20
Institutionele context .....	20
Economische ontwikkelingen .....	20
Ontwikkelingen in het monetair beleidsinstrumentarium .....	20
Ontwikkelingen in de balans van de ECB .....	21
Ontwikkeling bankbiljettencirculatie .....	22
Ontwikkeling digitale euro .....	22
Ontwikkelingen bij andere centrale banken .....	22
Conclusies .....	23
Risicoberekeningen bij DNB .....	24
Inleiding .....	24
Risico-ontwikkeling vanaf 2019 .....	24
Vooruitzichten voor winst en risico's van DNB voor 2023 en verder .....	25
Conclusies .....	25
Beleidsvarianten .....	26
Inleiding .....	26
Beschrijving huidig beleid en alternatieven .....	26
Uitwerking beleidsvarianten I en II .....	29
Toetsing beleidsvarianten aan beleidsdoelen .....	31
Conclusies .....	31
Suggesties voor de volgende evaluatie kapitaalbeleid DNB .....	32
Bijlagen .....	33

Bijlage 1: Taakopdracht werkgroep Evaluatie Kapitaalbeleid DNB 2023 .....	33
Bijlage 2: Alternatieve scenario's doorgerekend .....	35
Bijlage 3: Samenstelling werkgroep .....	38
Bijlage 4: Onafhankelijk oordeel Prof. C. de Vries .....	39

**Sinds het huidige kapitaalbeleid van DNB in 2019 is vastgesteld, zijn grote economische schokken opgetreden.** De deflatoire schok van de COVID-19 pandemie in 2020 ging gepaard met ruim monetair beleid via de toezegging beleidsrentes lange tijd laag te houden, een groot pandemienoodaankoopprogramma en leningen aan banken die de kredietverlening in de eurozone stimuleerden. Hierop volgde onverwacht hoog oplopende inflatie. In reactie hierop heeft de ECB vanuit haar prijsstabiliteitsmandaat de beleidsrente in snel tempo verhoogd. Dit heeft gevolgen voor de balans en de winst- en verliesrekening van DNB, aangezien het renterisico op de aankoopprogramma's door de hogere beleidsrente materialiseert. De verwachting is dat DNB in komende jaren wordt geconfronteerd met aanzienlijke verliezen die de buffers van DNB uitputten en mogelijk zelfs overschrijden. Daarom hebben de minister van Financiën en de president van DNB besloten de evaluatie van het kapitaalbeleid te vervroegen naar 2023. Een gezamenlijke werkgroep van leden van het ministerie van Financiën en DNB heeft het afgelopen jaar het kapitaalbeleid van DNB geëvalueerd en reikt in dit rapport twee beleidsvarianten aan om het kapitaalbeleid bestendiger te maken.

**De Werkgroep Evaluatie Kapitaalbeleid DNB 2023 concludeert dat het kapitaalbeleid voor DNB in belangrijke mate reeds bestendig is.** Het huidige kapitaalbeleid dat per boekjaar 2019 van kracht is geworden betrof een significante koerswijziging. Waar tot en met 2018 het resultaat van DNB doorgaans vrijwel volledig werd uitgekeerd als dividend aan de Nederlandse Staat, kreeg vanaf 2019 de vorming van buffers bij DNB een hoge prioriteit. Tussen 1999 en 2018 was het uitgangspunt van het kapitaalbeleid dat 95% van het resultaat van DNB als dividend aan de aandeelhouder werd uitgekeerd. Om schokken op te kunnen vangen bleek vanaf 2011 herhaaldelijk bijsturing nodig zodat de buffers van DNB konden meegroeien met het risicoprofiel van de centrale bank. Hierdoor is tussen 2011 en 2018 in de praktijk slechts 66% van het resultaat als dividend uitgekeerd, een bedrag van EUR 5,3 mrd.<sup>1</sup> Het kapitaalbeleid van 2019 borgde dat het volledige resultaat sinds de start van de pandemie aan de buffers ten goede is gekomen.

**De werkgroep ziet daarom op dit moment geen aanleiding voor grote aanpassingen van het bestaande kapitaalbeleid.** De pandemie en inflatieschok waaraan Nederland, Europa en de wereld sinds het in werking treden van het beleid in 2019 zijn onderworpen, gaan gepaard met grote, negatieve financiële effecten bij centrale banken. De financiële positie van DNB – en in het verlengde daarvan ook het kapitaalbeleid – wordt daarmee aan een stressscenario blootgesteld dat zich in komende jaren verder ontvouwt. De uitputting van de buffers heeft voor DNB geen effect op het uitvoeren van haar operationele werkzaamheden. De continuïteit daarvan is gewaarborgd. Het huidige kapitaalbeleid stelt DNB in staat om de buffers via inhouding van toekomstige winsten op termijn volledig te repareren. Een herkapitalisatie door de overheid is dan op dit moment ook niet aan de orde. In het basisscenario heeft DNB vanaf midden jaren '30 de buffers voldoende gerepareerd en kan DNB weer dividend uitkeren. Hoewel de timing van dit bufferherstel met de nodige onzekerheden is omgeven vindt volledig herstel via inhouding van winsten in de meeste scenario's binnen een lange, maar overzienbare termijn plaats. Herstel treedt bijvoorbeeld ook op als de huidige episode met hoge inflatie hardnekkiger blijkt dan nu verwacht òf wanneer de rente nogmaals enige jaren negatief wordt, QE nogmaals wordt ingezet en vervolgens nog een inflatiegolf volgt. Bij een decennialange terugkeer naar de zeer lage/negatieve rente omgeving kan DNB echter, net als de afgelopen jaren, onvoldoende verdienen om de buffers te herstellen tot de gewenste omvang. Maar ook dan verbeteren de buffers van DNB ten opzichte van het dieptepunt in de kapitaalspositie dat naar verwachting in circa 2028 bereikt wordt.

**Wel reikt de werkgroep een eerste beleidsvariant aan waarin enig technisch onderhoud wordt gepleegd aan het huidige kapitaalbeleid van DNB.** Ten eerste impliceert een strikte interpretatie van het huidige beleid dat bij negatieve kapitaal & reserves toch dividend wordt uitgekeerd, hetgeen strijdig is met de statuten van DNB. Met een eenvoudige aanpassing aan de bestaande afspraken kan dit worden verholpen. Het is te overwegen om de norm te laten vervallen waarin staat dat buffertekorten binnen vijf jaar moeten worden weggewerkt. Een buffertekort is een situatie waarin risico's de buffers overstijgen. De norm voor buffertekorten kan al geschonden worden bij een periode van hoge risico's die nooit materialiseren en is bij nader inzien te restrictief

<sup>1</sup> Sinds de invoering van de euro in 1999 heeft DNB in totaal EUR 16,2 mrd aan dividend uitgekeerd aan de Nederlandse Staat Zie DNB (2022), Hoe werkt de winst- en verliesrekening van DNB?, DNBulletin 19 mei 2022.

voor een centrale bank. Daarnaast kan het groeipercentage van de doelomvang van kapitaal en reserves, conform de afspraken in het huidige kapitaalbeleid, worden geactualiseerd om op die manier te borgen dat kapitaal & reserves op de lange termijn meegroeien met de omvang van de Nederlandse economie. Hierbij kan ook de methodiek omtrent de berekening van de lange termijn groei van de Nederlandse economie worden veranderd van een gemiddelde groei sinds 1999 (start EMU) naar een doorrollend gemiddelde over de laatste 10 jaar. Deze methode leidt tot vrijwel dezelfde groeivoet voor de komende vijf jaar, en heeft het voordeel dat de snelheid waarmee tijdelijke verschillen tussen de groei van de Nederlandse economie en de groei van kapitaal & reserves van DNB worden gecorrigeerd constant blijft. Tot slot lijkt het passend om de huidige afspraak om het beleid over vijf jaar opnieuw te evalueren te handhaven. Op dat moment is meer informatie beschikbaar over een aantal onzekerheden, zoals het macro-economische regime waarin de eurozone na het bestrijden van deze inflatiegolf terechtkomt, wat de implicaties zijn van een mogelijke invoering van de digitale euro, hoe andere centrale banken omgaan met lage of negatieve buffers en op welke wijze het Eurosysteem op termijn het monetaire beleid implementeert en wat daarbij passende buffers voor DNB zijn.

**Daarnaast reikt de werkgroep een tweede beleidsvariant aan die de schokbestendigheid van DNB iets sneller op peil brengt.** Het huidige kapitaalbeleid en de eerste beleidsvariant geven voorrang aan het herstel van de tijdelijke buffer (de voorziening) en daarna duurt het nog een aantal jaar voordat ook kapitaal & reserves zijn hersteld. In de tweede beleidsvariant wordt deze volgorde omgekeerd, zodat kapitaal en reserves – de permanente middelen van DNB – als eerste weer op peil zijn. Pas daarna wordt overgegaan tot de opbouw van de voorziening. Deze aanpassing weerspiegelt een voorkeur van permanente boven tijdelijke buffers. De omdraaiing zorgt er tevens voor dat DNB eerder weer buffers heeft om toekomstige schokken op te vangen, waarbij het dividend circa twee jaar later wordt hervat dan onder het huidige beleid. Omdat in deze variant de doelomvang van de buffers van DNB niet wijzigt, heeft deze aanpassing alleen invloed op het moment van hervatting van het dividend en geen impact op het cumulatieve dividend dat de Staat ontvangt.

**De beleidsvarianten onderscheiden zich vooral in wat gedurende een periode van enkele jaren ná een volgende vijfjaarlijkse evaluatie gebeurt.** De komende jaren heeft DNB immers te maken met verliezen en is van dividend noch bufferopbouw sprake. Op de lange termijn leiden beide varianten tot dezelfde buffers. Bij beide varianten adviseert de werkgroep om de doelomvang van buffers bij de volgende evaluatie nogmaals te beoordelen. Daarbij sorteert de werkgroep overigens niet voor op een aanpassing, want als nu reeds buiten kijf stond dat hogere buffers nodig zijn dan had de werkgroep dat opgenomen in de beleidsvarianten. Een keuze voor de eerste variant signaleert een voorkeur voor het beperken van beleidsaanpassingen en handhaaft de bestaande afruil tussen aanvullende buffers voor DNB en dividend wanneer DNB alle berekende risico's dekt met buffers. Bij deze variant is het passend om bij de eerstvolgende evaluatie de volgorde van herstel van bufferbestanddelen en de snelheid van bufferopbouw nadat het buffertekort is weggenomen tegen het licht te houden. Een keuze voor de tweede variant signaleert een voorkeur voor het zo spoedig mogelijk op peil brengen van buffers met een focus op de permanente buffer, omdat DNB zo het best voorbereid is op toekomstige schokken. Voldoende kapitaal stelt de centrale bank immers in staat om flexibel te handelen in crisissituaties en fungeert als buffer tegen risico's waar een centrale bank onverwachts te maken kan hebben. Deze hogere prioriteit voor buffergroei kan als tegenhanger worden gezien van een hogere tolerantie voor buffertekorten. Zo laat de praktijk zien dat de opbouw van voorzieningen het tempo van de risicostijging niet kan bijbenen bij onverwachts grote schokken. Hier staat tegenover dat de overheid in deze variëte enige jaren later dividend ontvangt.

**Tot slot geeft de huidige werkgroep een aantal voorstellen ter overweging mee aan de volgende werkgroep, die over vijf jaar bijeenkomt.** De werkgroep heeft tijdens de verschillende bijeenkomsten een breed spectrum van eventuele aanpassingen en zaken die van invloed kunnen zijn op het kapitaalbeleid met elkaar besproken. Een groot aantal van deze punten is voor de huidige evaluatie te onzeker of nog niet relevant genoeg om te adresseren. Het economische landschap en daarmee de DNB balans kan er over vijf jaar echter anders uit zien. In het hoofdstuk "Suggesties voor de volgende evaluatie kapitaalbeleid DNB" van dit rapport worden deze onderwerpen verder toegelicht.

## Begrippenlijst

<b>Begrip</b>	<b>Definitie</b>
Aankoopprogramma	Monetair beleidsinstrument. Inzet kan zich richten op de algehele monetaire condities of op het wegnemen van specifiek fricties die de transmissie van het monetaire beleid ondermijnen.
Algemene reserve	Onderdeel van de balanspost kapitaal & reserves. De algemene reserve bevat alle winsten die DNB heeft ingehouden sinds de nationalisatie van DNB in 1948. Eventuele verliezen komen ten laste van de algemene reserve.
APP	Afkorting voor Asset Purchase Programme waarmee het Eurosysteem vanaf 2015 de monetaire condities heeft verruimd. Het APP bestaat uit een aantal deelprogramma's, waar onder het CSPP (bedrijfsobligaties), CBPP3 (gedekte obligaties), PSPP (staatsobligaties, obligaties van agentschappen en supranationale obligaties). Binnen deze portefeuilles vinden sinds juli 2023 geen herinvesteringen meer plaats.
Beleidsrentes	Monetair beleidsinstrument. Het Eurosysteem hanteert drie beleidsrentes: <ol style="list-style-type: none"> <li>1) de marginale beleningsrente (MLF rente) die banken betalen wanneer zij voor 1 dag geld lenen bij het Eurosysteem</li> <li>2) de basisherfinancieringsrente (MRO rente) die commerciële banken betalen bij standaard herfinancieringsoperaties met een looptijd van een week. Dit was vroeger de belangrijkste beleidsrente van het Eurosysteem.</li> <li>3) de depositofaciliteitsrente (DFR) is de rente die banken vergoed krijgen over de hoeveelheid monetaire deposito's die zij boven op de kasreserveverplichting aanhouden. De laatste jaren is dit de belangrijkste beleidsrente van het Eurosysteem.</li> </ol>
Buffers van DNB	De som van kapitaal & reserves en de voorziening voor financiële risico's en (eventueel) een first-loss staatsgarantie. Zie ook Risico onder garantie
Buffertekort	Mate waarin de berekende risico's van DNB hoger zijn dan de aanwezige buffers
CBDC	Afkorting Central Bank Digital Currency. Zie ook digitale euro.
CBPP3	Zie APP.
CSPP	Zie APP.
Digitale euro	Term die gebruikt wordt voor een eventuele door het Eurosysteem geïntroduceerde CBDC.
Doelomvang kapitaal & Reserves	Per eind 2022 EUR 9,3 mrd. Zie Kapitaal & reserves.
ECB	Europese Centrale Bank, zie ook Eurosysteem.
ELA	Afkorting voor Emergency Liquidity Assistance, noodkrediet tegen onderpand van een centrale bank aan een solvabele commerciële bank met een liquiditeitstekort
EMU	Europese Monetaire Unie
ESCB	Europees Stelsel van Centrale Banken, bestaande uit de ECB en alle nationale centrale banken van de Europese Unie ongeacht of deze de euro hebben ingevoerd of niet.
€STR	Euro Short Term Rate, belangrijkste korte marktrente in het eurogebied. Het Eurosysteem probeert met de aanpassing van de beleidsrentes €STR te beïnvloeden.
Eurosysteem	Het Eurosysteem, dat bestaat uit de Europese Centrale Bank en de nationale centrale banken van de lidstaten die de euro als munt hebben, is de monetaire autoriteit van het eurogebied.
Herfinancieringsoperaties	Transacties van het Eurosysteem met commerciële banken die gedekt zijn met onderpand. Het Eurosysteem biedt ze in verschillende varianten aan.
Herwaarderingsreserve	Balanspost die historische waardestijgingen van specifieke activa of valutaposities reflecteert en alleen ingezet kunnen worden om verliezen op die activa te absorberen. Herwaarderingsreserves zijn

	geen onderdeel van de buffers van DNB en kunnen geen negatieve waarde aannemen.
Kapitaalbeleid	Afspraak tussen DNB en de Staat die beschrijft hoe DNB buffers vormt en hoe het jaarresultaat verdeeld wordt gealloceerd naar voorziening, kapitaal & reserves en dividend. Het oude kapitaalbeleid (kapitaalbeleid 1999) is toegepast in boekjaren 1999-2017 en huidige kapitaalbeleid (kapitaalbeleid 2019) is toegepast in de boekjaren 2019-2022. Onder het kapitaalbeleid 1999 keerde DNB 95% van het resultaat als dividend uit. Onder het huidige beleid is het dividendpercentage een resultante van keuzes omtrent bufferopbouw bij DNB.
Kapitaalsleutel	De kapitaalsleutel is het aandeel van een nationale centrale bank in het ingeschreven kapitaal van de ECB. Een nauw verbonden en belangrijker begrip is de Eurosystem key, waarbij alleen naar de aandelen van nationale centrale banken met de euro wordt gekeken. Vaak wordt eigenlijk de Eurosystem key bedoeld wanneer kapitaalsleutel wordt geschreven, aangezien deze Eurosystem key van belang is voor resultaat- en risicodeling binnen het Eurosysteem (inclusief de ECB).
Kapitaal & reserves	Belangrijk bestanddeel van de buffers van DNB dat generiek inzetbaar is. Bestaat uit de som van maatschappelijk kapitaal, de algemene reserve en de wettelijke reserve. In het huidige kapitaalbeleid is afgesproken dat de doelomvang trendmatig groeit, zodat de omvang gelijk tred houdt met de omvang van de economie van Nederland. Dient voor de dekking van structurele risico's, oftewel risico's die DNB altijd loopt.
Kasreserveverplichting	Bedrag aan monetaire deposito's die banken verplicht moeten aanhouden bij het Eurosysteem. Bedraagt thans 1% van de voor de grondslag in aanmerking komende (korte termijn) verplichtingen. Het Eurosysteem vergoedt momenteel 0% rente over deze saldi. Zie ook monetaire deposito's.
Kredietrisico	Risico op niet (volledig) terugbetalen door tegenpartijen
Latente risico's	Niet-gecalculeerde risico's, zowel bekend ('known unknowns', bijvoorbeeld intrasysteemrisico's) als onbekend ('unknown unknowns')
Maatschappelijk kapitaal	Het volledig geplaatst en gestorte kapitaal van DNB, zijnde EUR 500 mln.
Marktrisico	Risico op prijsverandering van activa
Monetaire deposito's	Girale saldi die commerciële banken bij het Eurosysteem aanhouden. Soms reserves genoemd. Er is sprake van overliquiditeit wanneer de hoeveelheid monetaire deposito's in het systeem veel groter is dan de reserves die banken op grond van de kasreserveverplichting moeten aanhouden. Van 2019 t/m 2022 was middels het two tier systeem een deel van de monetaire deposito's vrijgesteld van negatieve rente.
NCB	Nationale Centrale Bank, een centrale bank binnen het ESCB
OMT	Outright Monetary Transactions. Aankoopprogramma van de ECB dat in 2013 is vormgegeven om gericht aankopen van staatsobligaties te kunnen doen. Per eind 2023 nooit daadwerkelijk geactiveerd.
PEPP	Afkorting van Pandemic Emergency Purchase Programme. In 2020 gestart pandemienoodaankoopprogramma. Netto aankopen zijn gestopt, maar de portefeuille wordt op peil gehouden via herinvesteringen.
PSPP	Zie APP.
QE	Afkorting voor Quantitative Easing. In het Nederlands soms vertaald als kwantitatieve verruiming. QE is een monetair beleidsinstrument dat via aankoop van obligaties de monetaire condities tracht te beïnvloeden. Het wordt vooral ingezet wanneer korte rentes zich nabij de effectieve ondergrens bevinden. Zowel het APP als PEPP zijn voorbeelden van QE.
Raad van bestuur van de ECB	Raad van bestuur is het belangrijkste besluitvormende orgaan van de ECB. Het bestaat uit de 6 directieleden van de ECB en de presidenten van de nationale centrale banken van het Eurosysteem, waaronder de president van De Nederlandsche Bank.

Renterisico	Risico dat ontstaat doordat de rentevoeten van activa en passiva niet op elkaar aansluiten. Bij DNB gemeten als de som van jaarverliezen in een ongunstig rentescenario.
Resultaat	Totaal aan baten en lasten van DNB voorafgaand aan de dotatie aan of vrijval van de VFR aan het eind van het boekjaar
Risico onder garantie	Risico's die DNB middels een garantie heeft overgedragen aan de Staat. Momenteel alleen de kredietrisico's van de blootstellingen op het Internationaal Monetair Fonds.
Risico onder kapitaal	Risico's waarvoor géén VFR wordt opgebouwd (of garantie bestaat): risico's van herfinancieringsoperaties, marktrisico en kredietrisico op Nederlandse staatsobligaties en inactieve aankoopprogramma's van voor 2015.
Risico onder VFR	Renterisico & kredietrisico van de aankoopprogramma's (CBPP3, CSPP, supranationale obligaties onder het PSPP) en – wanneer het zich voordoet - ELA.
Seigniorage	Winsten van centrale banken die zich voordoen omdat de centrale bank rentedragende activa kan financieren met de uitgifte van renteloze passiva - in het bijzonder bankbiljetten.
TLTRO-III	Afkorting voor de derde serie van Targeted Long Term Refinancing Operations. Een specifieke vorm van herfinancieringsoperaties waarbij het in rekening gebrachte tarief afhangt van de groei van het leningboek.
TPI	Transmission Protection Instrument. In 2022 opgezet aankoopprogramma om te borgen dat de monetaire transmissie gelijkmatig naar alle eurolanden optreedt.
Two tier systeem	Zie monetaire deposito's.
Voorziening voor Financiële Risico's	Ook wel aangeduid met "de voorziening" of afgekort als VFR. Een buffer die DNB kan aanleggen als onderdeel van de winstbepaling. DNB dekt een aantal specifieke risico's met de VFR.
Wettelijke reserve	Geoormerkte reserves binnen de balanspost kapitaal & reserves die moeten worden aangehouden op basis van Titel 9 Boek 2 BW. Deze wettelijke reserve is derhalve niet beschikbaar voor dividenduitkering of het opvangen van verliezen.
Winst	Resultaat minus mutaties van de VFR



## Inleiding

### Aanleiding

In 2018 heeft een gezamenlijke werkgroep van De Nederlandsche Bank (DNB) en het ministerie van Financiën beleidsvarianten in kaart gebracht om het kapitaalbeleid van DNB te herzien.<sup>2</sup> De minister van Financiën en de president van DNB hebben op basis hiervan nieuwe afspraken gemaakt.<sup>3</sup> In 2019 is afgesproken om elke vijf jaar, dus de eerstvolgende keer in 2024, een evaluatie van dit kapitaalbeleid op te leveren. Daarbij is afgesproken dat het de intentie van DNB en het ministerie van Financiën is dat het kapitaalbeleid in beginsel stabiel blijft. Afgesproken is wel dat de groeivoet van kapitaal & reserves bij evaluaties wordt geactualiseerd.

Sinds de vaststelling van het huidige kapitaalbeleid zijn grote economische schokken opgetreden, die hebben geleid tot een hoog oplopende inflatie. Om de hoge inflatie te bestrijden heeft de ECB, in lijn met haar mandaat, de beleidsrente met 4,5%-punt verhoogd tussen juli 2022 en september 2023. De omslag in het monetaire beleid zorgt er voor dat het renterisico dat DNB loopt zich materialiseert. DNB loopt dat renterisico doordat de aankoopprogramma's in de jaren daarvoor hebben geleid tot zowel omvangrijke obligatieportefeuilles waarvan de rente-inkomsten nauwelijks meebewegen met de beleidsrente als omvangrijke monetaire deposito's waarop de rentelasten direct meebewegen met de beleidsrente. Hierdoor is de verwachting dat DNB in de komende jaren met aanzienlijke verliezen wordt geconfronteerd. Een reëel scenario is dat die verliezen de buffers van DNB uitputten of zelfs overschrijden. DNB heeft op 9 september 2022 de minister van Financiën proactief over deze ontwikkeling geïnformeerd.<sup>4</sup>

Onderdeel van de afspraken uit 2019 is dat tijdelijke buffertekorten bij DNB kunnen voorkomen in een crisis. Een buffertekort werd als tijdelijk beschouwd indien de raming aangeeft dat deze binnen vijf jaar wordt weggewerkt. Door de verliezen die nu optreden is het buffertekort, waarvan reeds sinds 2020 sprake is, niet verdwenen per 2025. Het huidige kapitaalbeleid maakt echter niet expliciet hoe het ministerie van Financiën en DNB handelen in het thans ontvouwende scenario. Dit is aanleiding geweest om de evaluatie van het kapitaalbeleid met een jaar te vervroegen. De minister van Financiën heeft het parlement hierover op 20 december 2022 geïnformeerd.<sup>5</sup>

### Probleemstelling

Het doel van de werkgroep is om het huidige kapitaalbeleid te evalueren. Daarbij is het wenselijk dat nieuwe beleidsopties worden verkend die er voor zorgen dat alle voorzienbare winst- en verliesscenario's worden gedekt. Randvoorwaarden hierbij zijn onder meer dat de evaluatie zich richt op de ontwikkelingen sinds 2018, dat de herziene beleidsvarianten consistent zijn met de onafhankelijkheid van DNB ten aanzien van haar taken en dat sprake is van een efficiënte inzet van publieke middelen.

De evaluatie is uitgevoerd door een werkgroep met vertegenwoordigers van DNB en het ministerie van Financiën. De werkgroep heeft een onafhankelijke expert, prof. Casper de Vries, gevraagd om te reflecteren op de bevindingen van de werkgroep. Dhr. de Vries heeft een schriftelijke toelichting op zijn inbreng gegeven en is daarbij ingegaan op de kwaliteit van de bevindingen van de werkgroep. Deze toelichting is als bijlage bij het rapport opgeleverd.

De basis van de werkzaamheden is de taakopdracht, die de minister met de president van DNB overeengekomen is. In de taakopdracht worden de belangrijkste inhoudelijke en procesmatige aspecten van de evaluatie belicht. Enkele onderzoeksvragen die in de evaluatie aan de orde komen zijn:

1. Hoe hebben de balans en risico's van DNB zich ontwikkeld sinds 2019?
2. Hoe worden de naderende verliezen veroorzaakt, in hoeverre waren deze voorzien(baar), en in hoeverre was het kapitaalbeleid hier op toegerust?
3. Met welke scenario's dient in een aangepast kapitaalbeleid rekening gehouden te worden?
4. Welke beleidsvarianten zijn er, gegeven de relevante wet- en regelgeving?

<sup>2</sup> [Eindrapport werkgroep kapitaalbeleid DNB - 25 oktober 2018](#)

<sup>3</sup> [Tweede Kamer, vergaderjaar 2018–2019, 32 013, nr. 215](#)

<sup>4</sup> [Brief inzake kapitaalspositie DNB \(9 september 2022\)](#)

<sup>5</sup> [Taakopdracht werkgroep Evaluatie Kapitaalbeleid DNB 2023 | Kamerstuk | Rijksoverheid.nl](#)

## Leeswijzer

Omdat veel zaken, zoals de doelstellingen van DNB, de institutionele context waarin DNB als centrale bank opereert, de model governance van DNB en de wijze waarop het DNB dividend in de Rijksbegroting is verwerkt, sterk vergelijkbaar zijn met 5 jaar geleden heeft de werkgroep ervoor gekozen om daar in het rapport beperkt bij stil te staan. Voor een uitgebreidere historie van het kapitaalbeleid verwijst de werkgroep dan ook naar het rapport "Naar een bestendig kapitaalbeleid voor DNB" van oktober 2018.

Dit rapport begint met een schets van de achtergrond waarin een centrale bank opereert en geeft daarmee een theoretisch kader voor winstgevendheid en kapitalisatie van de centrale bank. Vervolgens staat het rapport stil bij de vraag of de gestelde doelen van het huidige kapitaalbeleid bereikt zijn. Daarna brengt de werkgroep in kaart welke andere externe ontwikkelingen mogelijk relevant zijn voor een toekomstbestendig kapitaalbeleid. Vervolgens wordt kort stilgestaan bij de vraag hoe dit alles gereflecteerd is in de risicocijfers van DNB. Op basis van deze inventarisatie komt de werkgroep vervolgens met een aantal beleidsvarianten waarmee DNB de eerst de verliesjaren en daarna de hersteljaren tegemoet kan treden.

## Achtergrond

### De rol van de centrale bank in de economie

Iedere jurisdictie kent slechts één centrale bank. Onder haar mandaat voert een centrale bank een aantal taken uit, zoals het uitgeven van bankbiljetten (fiatgeld), het organiseren van efficiënt en betrouwbaar betalingsverkeer, het uitvoeren van monetair beleid en het optreden als lender of last resort jegens commerciële banken. Vaak houdt een centrale bank aanzienlijke hoeveelheden in vreemde valuta luidende waardepapieren aan met het oog op monetaire beleidsinterventies en beheert ze ook een deel van de nationale reserves.<sup>6</sup> Voor de commerciële banksector treedt de centrale bank op als bank. Commerciële banken houden deposito's aan bij de centrale bank om interbancaire transacties te vergemakkelijken. Commerciële banken kunnen ook financiering van de centrale bank verkrijgen, die doorgaans varieert van reguliere krediettransacties tegen bijna marktconforme tarieven tot speciale krediettransacties met zwaardere voorwaarden, met name in geval van noodfinanciering.

Een centrale bank is blootgesteld aan veel van de financiële risico's waarmee commerciële banken ook worden geconfronteerd. Kredietrisico's vloeien voort uit de krediettransacties waarbij een centrale bank geld uitleent aan een commerciële bank op basis van onderpand. Het marktrisico komt voort uit het aanhouden van effecten in vreemde valuta en het investeren van nationale reserves. Een centrale bank loopt renterisico dat ontstaat door het verschil tussen de omvang van passiva en activa (in euro) waarvan de rente automatisch verandert bij beleidsrenteaanpassingen. Dit zijn de kortlopende balansposten zoals monetaire deposito's aan de passivazijde en kortlopende leningen aan banken aan de activazijde. In de afgelopen jaren zijn de balansen van tal van centrale banken aanzienlijk gegroeid als gevolg van een beleid van monetaire verruiming of quantitative easing (QE), wat bijdraagt aan de omvang van krediet-, markt- en renterisico's die zij lopen. Alleen liquiditeitsrisico is doorgaans geen zorg voor een centrale bank. Met haar controle over de binnenlandse valuta en de afwezigheid van verplichtingen in vreemde valuta, komt een centrale bank niet in een situatie waarin ze onvoldoende liquiditeit heeft om haar verplichtingen na te komen.

### De rol en betekenis van kapitaal voor een centrale bank

Omdat een centrale bank risico's loopt zijn adequate buffers essentieel om op middellange termijn een onafhankelijke monetaire autoriteit te zijn die een geloofwaardig beleid voert (voor een uitgebreidere uitleg zie bijvoorbeeld Wessels en Broeders, 2022)<sup>7</sup>. Onder buffers wordt verstaan het verlies-absorberende vermogen van een centrale bank in de vorm van kapitaal & reserves en voorzieningen. Samen zijn onafhankelijkheid en geloofwaardigheid van de centrale bank belangrijke voorwaarden voor de effectiviteit van centrale banken. Een belangrijk principe in het moderne centrale bankwezen is dat het monetaire beleid *onafhankelijk* van de politiek wordt gevoerd. De belangen van een overheid zijn divers en soms tegenstrijdig. Monetair beleid gericht op prijsstabiliteit is onafhankelijk gemaakt zodat geen deel uitmaakt van de verschillende afruilen die de overheid op korte termijn maakt. Een centrale bank die onafhankelijk is van de overheid kan deze rol op een tijdsconsistente manier vervullen, maar heeft voldoende middelen nodig om dit effectief te doen. Financiële onafhankelijkheid houdt in dat de centrale bank haar eigen inkomsten genereert om de noodzakelijke kosten te betalen en buffers aanhoudt om de verliezen die zij kan oplopen te kunnen opvangen.

Adequate buffers ondersteunen een centrale bank om *geloofwaardig* te zijn als monetaire autoriteit. Geloofwaardigheid is essentieel voor een centrale bank omdat consumenten bankbiljetten (fiatgeld) moeten kunnen vertrouwen. Onder normale economische omstandigheden zijn de risico's voor de centrale bank beperkt en kan het monetair beleid op een eenvoudige manier worden gevoerd, waarbij sturing via de beleidsrentes en het verstrekken van krediet aan banken en het nemen van deposito's de belangrijkste beleidsinstrumenten zijn. In uitzonderlijke economische omstandigheden zijn aanvullende maatregelen met meer risico nodig, zoals QE, het plegen van wisselkoersinterventies of het optreden als lender of last resort voor commerciële banken. Een centrale bank met adequate buffers kan dit alles op geloofwaardige wijze implementeren.

Bij het vraagstuk van adequate buffers spelen twee tegengestelde effecten een rol. Ten eerste kan een centrale bank niet failliet gaan zolang ze het recht heeft om het wettige betaalmiddel uit te geven. In die zin spelen buffers, in vergelijking met de betekenis voor commerciële banken, slechts een ondersteunende rol. Voor een centrale bank is beleidsinsolventie (het niet behalen van prijsstabiliteit) belangrijker om te voorkomen dan technische insolventie (wat in beginsel niet kan voorkomen). Ten tweede moet een centrale bank in tijden van een financieel-economische crisis

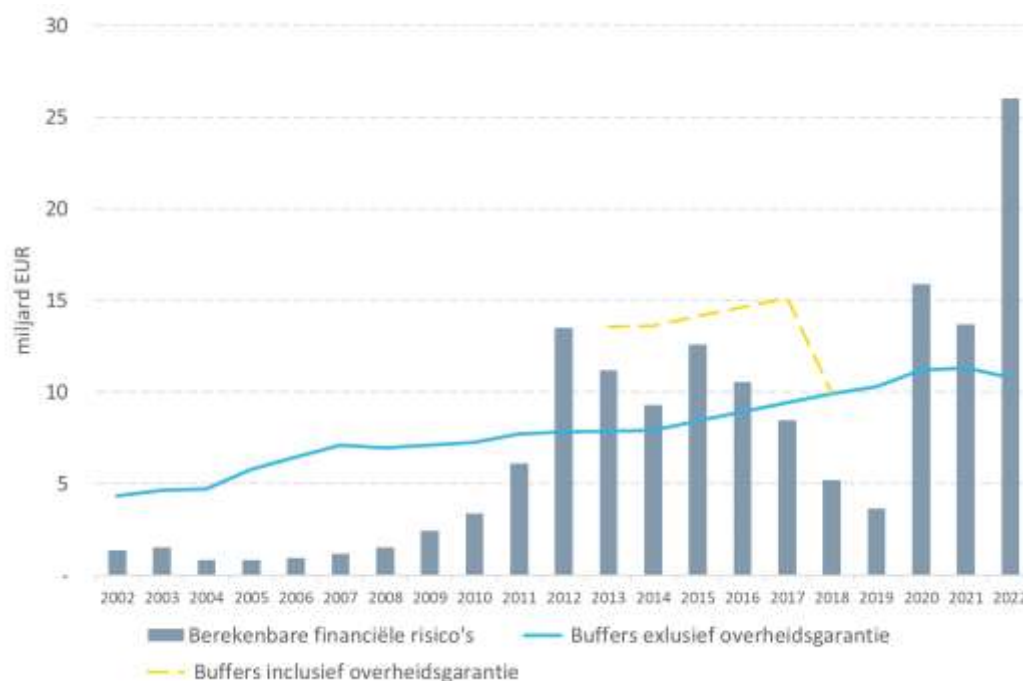
<sup>6</sup> Toen Nederland de gulden had, waren in vreemde valuta luidende waardepapieren een zeer belangrijke bron van risico's. Nu Nederland de euro als munteenheid heeft, en daarmee onderdeel is van een veel groter valutagebied, is dit relatief minder belangrijk geworden.

<sup>7</sup> Paul Wessels en Dirk Broeders (2022), On the capitalization of central banks, DNB Occasional Studies Volume 20-4.

maatregelen kunnen nemen die tot forse extra risico's op haar balans leiden. De extra financiële risico's die voortvloeien uit monetaire beleidsmaatregelen worden als een aanvaardbare consequentie beschouwd en spelen een minder prominente rol in het besluitvormingsproces. Voorafgaand aan de beleidsmaatregelen zijn deze risico's reeds latent aanwezig.

Om niettemin te anticiperen op latente risico's bevatten de buffers idealiter in normale tijden al een marge voor deze latente risico's. De marge is de mate waarin de buffers boven de berekenbare risico's uitstijgen. Hoe groot die marge moet zijn is moeilijk te kwantificeren omdat de risico's voortvloeien uit toekomstige beleidsmaatregelen zoals QE, valuta interventies en noodfinanciering. Bij latente risico's is a priori onbekend wat de oorzaak is, wanneer ze tevoorschijn komen en hoe omvangrijk ze kunnen zijn. Grofweg gesteld houden latente risico's verband met het BBP, de staatsschuld en de omvang van de financiële sector in een land.

*Figuur 1 Het financiële risicoprofiel van De Nederlandsche Bank van 2002 tot en met 2022. De figuur toont het geaggregeerde niveau van berekenbare financiële risico's; de impact van de latente risico's komt naar voren in de (plotselinge) stijgingen van de berekenbare financiële risico's wanneer de latente risico's worden omgezet in extra berekenbare financiële risico's als gevolg van beleidsmaatregelen van centrale banken.*



Figuur 1 toont de evolutie van de risico's en buffers van DNB over de periode 2002 tot 2022. Duidelijk zichtbaar zijn de lage risico's in de periode voor de Grote Financiële Crisis van 2008 en de grote toename van risico's tijdens de Europese Staatsschuldencrisis in 2012. Ook merkbaar zijn de start en opschaling van het QE-beleid van het Eurosysteem in 2015 en de COVID-19 pandemiegerelateerde maatregelen in 2020. In 2022 is er een sterke toename van de berekenbare financiële risico's, met name door een sterke stijging van het renterisico.

De figuur laat zien dat de berekenbare financiële risico's in korte tijd met een factor drie tot vier kunnen toenemen als er een crisis uitbreekt. Een sterke stijging van de berekenbare risico's ontstaat als latente risico's op de balans komen. De daling van de risico's is vaak meer geleidelijk, bijvoorbeeld omdat de aangekochte portefeuilles langzaam van de balans lopen. Dit grillige verloop is een belangrijke eigenschap van de balans van een centrale bank en zal zich in de toekomst blijven voordoen. Uit de grafiek blijkt ook dat de ontwikkeling van de buffers geleidelijk gaat en geen gelijke tred kan houden met een abrupte toename van de berekenbare financiële risico's.

### Risico-absorberende vermogen

Het risico-absorberende vermogen van een centrale bank is de financiële buffer die haar in staat stelt om verliezen op te vangen en te absorberen zonder dat dit directe impact heeft op haar vermogen om monetair beleid uit te voeren. Een financiële buffer absorbeert verliezen algeheel en

onvoorwaardelijk. De buffers van een centrale bank bestaan uit het gestorte kapitaal, de ingehouden winsten en de voorziening voor financiële risico's. Waarbij de laatste twee vormen van kapitaal een uitvloeisel zijn van stromen in de winst- en verliesrekening en de eerste de bijdrage van de aandeelhouder betreft.

Een positieve bufferpositie fungeert als een soort verzekering tegen politieke inmenging in de activiteiten van de centrale bank. Die buffer stelt de centrale bank in staat om haar functies effectief uit te voeren, zelfs in tijden van politieke druk of externe schokken. Het biedt een mate van financiële autonomie en weerbaarheid, wat bijdraagt aan het vertrouwen van de markten en investeerders in de stabiliteit van het financiële systeem waar de centrale bank voor staat.

In tegenstelling hiermee heeft een negatieve buffer vanuit economisch perspectief betrekking op een situatie waarin de centrale bank feitelijk een claim heeft op de overheid. Dit gebeurt als de verliezen van de centrale bank groter zijn dan het beschikbare kapitaal. Als een buffer fors en langdurig negatief is, en er geen uitzicht is op herstel, kan dit leiden tot een verzwakking van het vermogen van de centrale bank om monetair beleid effectief en geloofwaardig uit te voeren. Ook kan de onafhankelijkheid van de centrale bank onder druk komen te staan. Wanneer een centrale bank wordt geconfronteerd met een negatief kapitaal vindt herstel plaats door toekomstige winsten in te houden of, in een uiterst geval, door een herkapitalisatie.

### Herwaarderingsreserves en garanties

Voor activa waarbij boekhoudkundig gekozen is om deze tegen de actuele waarde te waarderen worden waardevermeerderingen opgenomen in een herwaarderingsreserve. Herwaarderingsreserves bieden geen algehele en onvoorwaardelijke verliesabsorptie. Dit komt omdat herwaarderingsreserves ontstaan door prijsstijgingen op specifieke activa en vervolgens ook uitsluitend dienen om prijsdalingen op die specifieke activa op te vangen. Herwaarderingsreserves volgen uit balansmutaties en niet uit de geldstromen die door de winst- en verliesrekening lopen. Wanneer het specifieke activum wordt verkocht of de vervaldatum bereikt, valt de herwaarderingsreserve vrij en gaat het resterende bedrag door de winst- en verliesrekening.

Een overheidsgarantie vertoont ook kenmerken van een buffer en komt voor in diverse vormen, zoals een algemene *first-loss* garantie of een garantie op specifieke activa. Tussen 2013 en 2018 had DNB een *first-loss* garantie van de overheid voor specifieke crisis-gerelateerde blootstellingen. Desondanks is een garantie niet volledig equivalent aan kapitaal, omdat het afhankelijkheid van de overheid creëert. Dit kan de onafhankelijkheid van de centrale bank beperken bij het nemen van beleidsmaatregelen.

# Terugblik Werking Kapitaalbeleid 2019

## Achtergrond aanpassingen in kapitaalbeleid per 2019

In 2018 heeft de vorige werkgroep kapitaalbeleid beleidsvarianten aangereikt voor het bestendig maken van het kapitaalbeleid voor DNB. Het oude kapitaalbeleid uit 1999, waarbij 95% van het resultaat van DNB werd uitgekeerd aan de aandeelhouder (in 2004 uitgebreid met de mogelijkheid om verliezen in de volgende zes boekjaren in te halen), bleek niet bestendig omdat DNB hierdoor onvoldoende buffers kon vormen.<sup>8</sup> Door toenemende risico's was ad hoc bijsturing meermalen noodzakelijk in de periode na de financiële crisis van 2008. In de jaren 2011, 2013 en 2015 zijn er ad-hoc maatregelen genomen om de kapitaalpositie van DNB te versterken.<sup>9</sup> Op basis van het advies van de toenmalige werkgroep is het huidige kapitaalbeleid tot stand gekomen. Het doel van het nieuwe kapitaalbeleid was om er aan bij te dragen dat ad hoc-afspraken niet meer nodig waren. Een randvoorwaarde voor dit nieuwe kapitaalbeleid was dat DNB kan beschikken over voldoende snel groeiende en voldoende hoge buffers, maar ook dat niet-benodigde buffers als dividend worden uitgekeerd aan de Staat.

In juni 2019 is het huidige kapitaalbeleid ondertekend door toenmalige minister van Financiën Hoekstra en President Knot van DNB en in werking getreden. Over de vier boekjaren 2019 tot en met 2022 heeft DNB dit "kapitaalbeleid 2019" toegepast.

## Kapitaalbeleid 2019

In de kern bestaat het kapitaalbeleid 2019 uit drie componenten: (1) de opbouw van een voorziening voor financiële risico's door DNB, (2) de opbouw van kapitaal & reserves door DNB, en (3) de uitkering van dividend aan het ministerie van Financiën. Alle drie de componenten hebben een andere systematiek gekregen in het kapitaalbeleid 2019.

Ten eerste kon DNB onder het kapitaalbeleid van 1999 geen voorziening opbouwen. Na de start van het Asset Purchase Programme (APP) in 2015 is via ad-hoc bijsturing besloten dat DNB jaarlijks maximaal EUR 500 mln zou inhouden voor de opbouw van de voorziening. In het kapitaalbeleid 2019 is afgesproken dat DNB zoveel van het resultaat als nodig inhoudt om een aantal - in onderling overleg met de aandeelhouder overeengekomen - risico's te dekken. In de afgelopen jaren betrof dit zowel QE gerelateerde kredietrisico's als renterisico's. Als de totale buffers lager zijn dan de berekende risico's van DNB, oftewel DNB heeft te maken met een buffertekort, dan mag DNB in principe het volledige jaarresultaat aan de voorziening toevoegen. Als de totale buffers van DNB voldoende hoog zijn om alle risico's te dekken (geen buffertekort) is dat maximaal 50% van het jaarresultaat.

Ten tweede is afgesproken dat groei van kapitaal & reserves van DNB niet langer een restpost is, maar dat kapitaal & reserves trendmatig moeten groeien omdat de Nederlandse economie ook steeds groter wordt. Hierbij zijn kapitaal & reserves ter grootte van 1,1% van het Nederlandse BBP beoogd. Het kapitaalbeleid 2019 is er daarom op geënt dat de doelomvang van kapitaal & reserves jaarlijks met 3,4% groeit, wat bij aanvang overeenkomt met ongeveer EUR 270 mln per jaar. De groeivoet is gebaseerd op de langjarige gerealiseerde groei van Nederlandse economie en wordt periodiek herzien.

Ten derde is afgesproken dat dividend meer een resultante is van de keuzes omtrent voorziening en kapitaal & reserves. Het dividendpercentage van 95% was onder het kapitaalbeleid 1999 daarentegen juist de centrale keuze. Om de volatiliteit van de dividenduitkering aan het ministerie van Financiën te beperken, is een aantal maatregelen genomen die de dividenduitkering stabiliseren in het kapitaalbeleid 2019. Zo kan zonder buffertekort maximaal 50% van het resultaat naar de voorziening gaan en reeds dividend worden uitgekeerd voor kapitaal & reserves van DNB de doelomvang bereiken. Ook leidt de keuze om buffertekorten te tolereren ertoe dat er geen automatische herkapitalisatie is afgesproken.

<sup>8</sup> Deze afspraken zijn vastgelegd in een brief van 7 juli 1998 van DNB aan de minister (winstinhoudingspercentage) en een brief van 24 maart 2004 van de minister van Financiën aan DNB (mogelijkheid om verliezen in te halen)

<sup>9</sup> Specifiek zijn de volgende maatregelen genomen: in 2011 is slechts 62% i.p.v. 95% van de winst uitgekeerd om de buffers van DNB te versterken gezien de eurocrisis. Vanaf 2013 is gedurende 5 jaar sprake geweest van een garantie op (euro)crisisgerelateerde activa van DNB. Vanaf 2015 is DNB een voorziening gaan opbouwen i.v.m. de rente- en kredietrisico's van grootschalige aankoopprogramma's.

## Reflectie op doelmatigheid kapitaalbeleid 2019

Deze reflectie gaat in op de vier doelen die aan het kapitaalbeleid 2019 ten grondslag lagen:

1. Zorgen dat DNB de benodigde buffers opbouwt;
2. Beperken van de volatiliteit van het dividend op de rijksbegroting;
3. Zorgen dat niet-benodigde buffers worden uitgekeerd aan de Staat;
4. Bestendigen beleid: geen ad-hoc bijstelling van de afspraken.

### 1. Zorgen dat DNB de benodigde buffers opbouwt

Een bestendig kapitaalbeleid dient bij te dragen aan financiële en economische stabiliteit doordat DNB voldoende buffers heeft om haar taken onafhankelijk en effectief te kunnen uitoefenen. Maar omdat een centrale bank 1) in principe kan functioneren met negatief kapitaal, 2) na een schok in principe buffers zelfstandig kan herstellen via seigniorage winsten en 3) de Staat in een uiterst scenario de centrale bank kan herkapitaliseren, betekent een doelmatige allocatie van middelen dat de centrale bank niet volledig voor alle onbekende of extreme scenario's buffers aanlegt. Ook kan hierdoor enige tolerantie zijn voor buffertekorten. Buffertekorten kunnen verdwijnen doordat risico's weer afnemen of doordat buffers groeien.

Onder het kapitaalbeleid 1999, waarbij 5% van het resultaat kon worden ingehouden, zou slechts EUR 101 mln in de buffers terecht zijn gekomen in de boekjaren 2019 – 2021 ten opzichte van EUR 1.535 mln onder het kapitaalbeleid 2019. Het kapitaalbeleid 2019 heeft mogelijk gemaakt dat het beschikbare resultaat aan de buffers kan worden toegevoegd op het moment dat het risico's sterk toenemen. In de boekjaren 2020 en 2021 zag DNB door de omvangrijke monetaire verruimingsoperaties tijdens de pandemie de financiële risico's in kort tijdsbestek fors toenemen van EUR 3,6 mrd per eind 2019 naar EUR 13,7 mrd per eind 2021. Tabel 1 illustreert dat DNB in totaal EUR 996 mln, oftewel vrijwel het volledige resultaat in deze boekjaren, aan de voorziening heeft kunnen toevoegen.<sup>10</sup> Het kapitaalbeleid 2019 slaagt dus in de doelstelling om bij toenemende risico's het positief resultaat ten goede te laten komen aan de buffers.

Tabel 1 Resultaatbestemming in de jaren waarin het kapitaalbeleid 2019 van kracht was

	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Buffer-tekort?	Nee	Ja	Ja	Ja
Resultaat (a)	999	883	143	-460
$\Delta$ VFR (b)	-177	868	128	-460
Winst (c) = (a) + (b)	1.176	15	15	0
$\Delta$ (Kapitaal & Reserves) = (d)	539	0	0	0
Dividend (e) = (c)-(d)	637	15	15	0

De afgelopen jaren illustreren ook dat het beschikbare resultaat van DNB onvoldoende kan zijn om de gewenste buffers in een kort tijdsbestek aan te leggen. Hoewel dit probleem zich kan voordoen in allerlei economische omstandigheden, speelt dit in het bijzonder in de omstandigheden van de afgelopen jaren. QE wordt door de ECB pas ingezet in een lage rente-omgeving, wanneer de beleidsrente niet verder verlaagd kan worden en de seigniorage winsten die horen bij de uitgifte van renteloze bankbiljetten afwezig zijn. Oftewel, in een situatie waarin het klassieke verdienmodel van een centrale bank niet presteert, terwijl DNB wel de aanzienlijke financiële risico's draagt in de vorm van rente- en kredietrisico die met QE gepaard gaan. Omdat inkomsten en risico's op staatspapier binnen het Eurosysteem bovendien hoofdzakelijk aan de eigen nationale centrale bank toekomen, speelt dit voor DNB – als centrale bank van één van de landen met de kredietwaardigste overheden en daarmee de laagste obligatierentes – nog sterker dan bij andere centrale banken in het eurogebied. Ook andere onderdelen van het monetair instrumentarium van de afgelopen jaren, zoals de voor commerciële banken zeer gunstige remuneratie van TLTRO-III leningen en het vrijstellen van een deel van de reserves van negatieve rente via het two-tier systeem, hebben eraan bijgedragen dat de winsten van DNB relatief laag waren in de afgelopen

<sup>10</sup> Met uitzondering van de compensatie van de negatieve rente op het deposito dat het Europees Stabiliteitsmechanisme bij DNB aanhield.

jaren. Omdat het EU verdrag het Eurosysteem verplicht om monetaire beleidsoverwegingen te laten prevaleren en de consequenties daarvan te aanvaarden, is beperkte winstgevendheid niet direct te adresseren.<sup>11</sup>

De snelle én omvangrijke stijging van risico's in het voorjaar van 2020 (zie Figuur 1) illustreert dan ook de waarde om kapitaal & reserves in 'normale tijden' hoger te laten zijn dan de risico's die de centrale bank loopt. Voorafgaand aan de pandemie was deze marge zo'n EUR 6,1 mrd, die ervoor zorgde dat voor een groot deel van de EUR 12,3 mrd stijging van de berekende risico's tijdens de pandemie in 2020 reeds buffers aanwezig waren. Het buffertekort, oftewel de mate waarin de risico's de buffers overstijgen, eind 2020 was dan ook "slechts" EUR 4,7 mrd. Bij de inflatieschok die daar vanaf eind 2021 overheen kwam bevond DNB zich in een andere uitgangssituatie. Hierdoor vertaalde de snelle en grote stijging van het renterisico in 2022 zich 1-op-1 in de toename van buffertekort tot EUR 15,2 mrd. Hoewel de komende jaren geen sprake is van een marge, zal door de afspraak over trendmatige groei van het kapitaal naar een doelomvang onder het kapitaalbeleid 2019 over verloop van tijd weer een marge in kapitaal gecreëerd.

## 2. Beperken van de volatiliteit van het dividend op de Rijksbegroting

In onderstaande tabel is te zien welke invloed het nieuwe kapitaalbeleid gehad heeft op de uitkering van dividend. Te zien is dat de dividenduitkering behoorlijk volatiel is: sinds het nieuwe kapitaalbeleid van kracht werd, is er in 2019 nog een behoorlijk dividend uitgekeerd en in de jaren 2020-2022 feitelijk geen.<sup>12</sup> Ook is te zien dat onder het nieuwe kapitaalbeleid minder dividend uitgekeerd is dan onder het oude beleid het geval geweest zou zijn. In de jaren 2019 en 2020 zou onder het oude beleid dus minder aan de buffers van DNB zijn toegevoegd, hetgeen met het oog op de sterk stijgende risico's onwenselijk zou zijn geweest.

Tabel 2 Daadwerkelijke en hypothetische dividenden vanaf 2016

Bedragen in EUR mln	Oude kapitaalbeleid			Huidig kapitaalbeleid			
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Daadwerkelijke dividenduitkering (blauw is onder huidige kapitaalbeleid)	41	115	177	637	15	15	0
Hypothetische dividenduitkering onder oude kapitaalbeleid excl. mogelijkheid om EUR 500 mln per jaar aan voorziening te doteren (oranje)	516	590	645	949	839	136	0
Hypothetische dividenduitkering onder oude kapitaalbeleid, incl. mogelijkheid om EUR 500 mln per jaar aan voorziening te doteren (groen)	41	115	177	1117	364	15	0

Het nieuwe kapitaalbeleid heeft daarmee bijgedragen aan een beperking van de volatiliteit. Volgens deze redenering kan worden betoogd dat onder het kapitaalbeleid 2019 de opbouw van buffers meer geleidelijk plaatsvindt en spiegelbeeldig daaraan dus ook de uitkering van dividend. Vanuit een lange termijn perspectief geldt overigens dat, uitgaande van adequate buffers voor DNB, de cumulatieve dividenduitkering grosso modo vergelijkbaar is ongeacht de exacte afspraken in het kapitaalbeleid.

## 3. Zorgen dat niet-benodigde buffers worden uitgekeerd aan de Staat

<sup>11</sup> Artikel 127 (1) van het Verdrag betreffende de werking van de EU

<sup>12</sup> Alleen de rentecompensatie aan het ESM is over 2021 en 2021 uitgekeerd.



Het doel van het uitkeren van niet-benodigde buffers aan de Staat is het doelmatig alloceren van publieke middelen. Sinds de toepassing van het nieuwe kapitaalbeleid is er één jaar (2019) geweest waarin de risico's onder voorziening lager waren dan de feitelijke omvang van de voorziening (zie Tabel 3). In dat jaar is dat deel van de voorziening vrijgevallen, en gedeeltelijk als dividend uitgekeerd. Het jaar 2019 is hiermee een illustratie van de werking van de systematiek. In algemene zin geldt dat "zorgen dat niet-benodigde buffers worden uitgekeerd" in de systematiek van het kapitaalbeleid 2019 ingebakken zit. Sinds 2020 heeft DNB overigens een buffertekort: de (berekende) risico's overstijgen de cumulatieve buffers.

Tabel 3 Overzicht risico's DNB & buffers

	2018	2019	2020	2021	2022
Kapitaal & reserves	7,9	8,5	8,5	8,5	8,5
Voorziening	2,0	1,8	2,6	2,8	2,3
<b>Buffers</b>	<b>10,0</b>	<b>10,3</b>	<b>11,2</b>	<b>11,3</b>	<b>10,8</b>
Risico's onder voorziening	2,3	1,8	13,0	11,1	23,4
Risico onder kapitaal	2,9	1,8	2,9	2,6	2,5
<b>Totaal risico's</b>	<b>5,2</b>	<b>3,6</b>	<b>15,9</b>	<b>13,7</b>	<b>26,0</b>
Buffers minus risico's (rood bij buffertekort)	4,8	6,7	-4,7	-2,4	-15,2

Bedragen in EUR mrd.

#### 4. Bestendiger beleid: geen ad-hoc bijstelling van de afspraken

Sinds 2019 is er geen ad-hoc bijstelling geweest van de afspraken met het doel om de kapitaalpositie van DNB verder te versterken.<sup>13</sup> In die zin heeft het nieuwe kapitaalbeleid gezorgd voor bestuurlijke rust.

Sinds de inwerkingtreding van het nieuwe kapitaalbeleid heeft DNB EUR 667 mln aan dividend uitgekeerd, en is EUR 1.535 mln aan de buffers toegevoegd. Het uitgekeerde dividend valt in het niet bij het geraamde cumulatieve verlies van EUR 13 mrd (raming per eind september 2023). Ook als in de afgelopen jaren geen dividend uitgekeerd zou zijn, was de winst van DNB te laag om de buffers voldoende te versterken, laat staan tred te houden met de doelomvang van zowel kapitaal als de voorziening. Dit komt vanwege een historisch grote omslag in het bredere macro-economische beeld en in het monetaire beleid. De balans van DNB is zeer gevoelig voor de ontwikkeling van de rente, en door deze historisch grote omslag materialiseert het renterisico zich.<sup>14</sup> Zoals eerder beschreven bevat het kapitaalbeleid reeds de nodige mechanismes waarmee DNB op eigen kracht buffers kan herstellen. Dit kost weliswaar tijd, maar maakt een ad-hoc bijstelling niet noodzakelijk.

#### Verbeterpunten kapitaalbeleid 2019

In het algemeen beschouwt de werkgroep het kapitaalbeleid 2019 als een grote verbetering ten opzichte van het kapitaalbeleid 1999 en constateert zij dat het bestendig is gebleken. Desalniettemin is er een aantal aanscherpingen mogelijk om het kapitaalbeleid bestendiger te maken. De concrete aanscherpingen gaan met name over de wijze waarop herstel van buffers plaatsvindt nadat schokken zijn optreden. Bij de vorige werkgroep heeft dat onderwerp minder aandacht gekregen en lag de focus vooral op het op peil brengen van buffers voordat schokken optreden. Hierbij spelen twee punten.

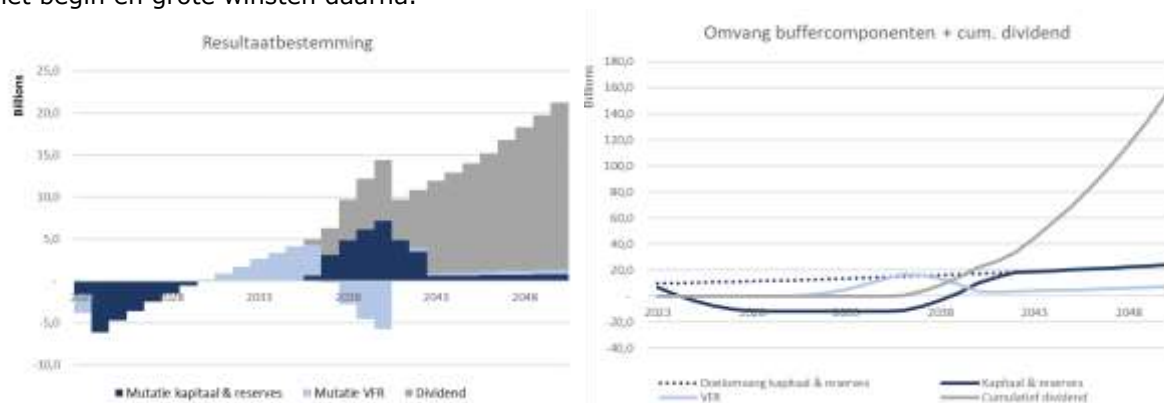
Ten eerste is de tolerantie voor buffertekorten in de praktijk groter dan de tolerantie die beleidsmatig is verankerd in het huidige kapitaalbeleid. De afspraken in het huidige kapitaalbeleid stellen het volgende met betrekking tot de tolerantie voor buffertekorten: "*Het is tevens beoogd*

<sup>13</sup> Na het uitbreken van de pandemie in maart 2020 en de stortvloed aan pandemiemaatregelen door het Eurosysteem, hebben DNB en het ministerie van Financiën overwogen om een groot deel van de brutowinst over 2019 niet als dividend uit te keren in mei 2020, maar toe te voegen aan het kapitaal & de reserves van DNB. Dat zou een ad-hoc bijsturing zijn geweest. Gezien op dat moment ook de fiscale vooruitzichten enorm verslechterden is daar niet toe besloten.

<sup>14</sup> Anders dan een commerciële bank dekt een centrale bank renterisico niet af met financiële instrumenten. Dit komt omdat het afdekken van dit risico in gaat tegen het doel van het monetaire beleid.

dat tijdelijke buffertekorten kunnen voorkomen in een crisis. Een buffertekort zal als tijdelijk worden beschouwd indien de raming aangeeft dat deze binnen vijf jaar door middel van het opbouwen van de voorziening (conform het [...] voorzieningenbeleid) en/of het inhouden van winst (conform de [...] groeivoet) zal worden weggewerkt." De huidige situatie wijst uit dat herstel van een buffertekort vanuit het resultaat niet altijd haalbaar is in een periode van vijf jaar en soms langer vergt. Bovendien is het mogelijk dat de risico's geleidelijk weer dalen zonder dat dit met verliezen gepaard gaat. De enige manier om met zekerheid na vijf jaar uit het buffertekort te geraken is via een herkapitalisatie door de Staat (in haar rol als enig aandeelhouder van DNB). DNB heeft in haar brief van september 2022 reeds aangegeven dat een herkapitalisatie door de Staat in een extreme situatie aan de orde kan komen, maar dat dit nu niet aan de orde is. Het huidige kapitaalbeleid maakt ook niet expliciet wat er dient te gebeuren wanneer de buffers te lang onvoldoende zijn. Voor toekomstige situaties is het wenselijk om dit aspect van het kapitaalbeleid te heroverwegen.

Ten tweede geeft het huidige kapitaalbeleid voorrang aan de opbouw van de voorziening boven de opbouw van kapitaal & reserves, ook nadat de algemene reserve verliezen heeft geabsorbeerd of zelfs negatief is geworden. Figuur 2 illustreert dit voor gestileerd scenario met grote verliezen aan het begin en grote winsten daarna.



Figuur 2 De allocatie van het resultaat per boekjaar (links) en de cumulatieve allocatie naar voorziening, kapitaal en dividend over de hele periode (rechts)

Onder het huidige kapitaalbeleid gaat, indien sprake is van een buffertekort, het hele jaarresultaat naar de voorziening tot de berekende risico's onder VFR worden gedekt. Hierdoor is er geen ruimte meer voor een toevoeging aan kapitaal & reserves. Dit zien we in Figuur 2 waarin de lichtblauwe balkjes en lichtblauwe lijn eerder oplopen dan de donkerblauwe lijn. Deze systematiek is direct van toepassing, ook nadat er verliesjaren zijn opgetreden die kapitaal & reserves hebben aangetast. Hierdoor laat het huidige kapitaalbeleid een tijdelijke buffer (de voorziening) eerder herstellen dan de permanente buffer (kapitaal & reserves). Dit heeft tot gevolg dat DNB tijdelijk een negatieve hoeveelheid kapitaal & reserves compenseert met een hogere voorziening, wat daarna leidt tot een periode waarin de voorziening weer moet worden overgeheveld naar kapitaal & reserves (de jaren 2037-2040 in het voorbeeld in Figuur 2).

Het huidige kapitaalbeleid is daarnaast strijdig met de DNB-statuten bij een negatieve algemene reserve. In artikel 22 lid 1 van de statuten is opgenomen dat DNB geen dividend kan uitkeren indien het bedrag aan kapitaal en reserves op de DNB-balans kleiner is dan de som van het kapitaal en de wettelijke reserve. Oftewel: DNB kan alleen dividend uitkeren bij een positieve algemene reserve. Het kapitaalbeleid voorziet niet in deze situatie, en schrijft voor dat 50% van de winst van DNB aan de algemene reserve mag worden toegevoegd, en 50% als dividend wordt uitgekeerd. Deze 50%-regel zorgt er daarnaast voor dat DNB reeds dividend uitkeert voordat het kapitaal positief is na een opgetreden schok. Om het kapitaalbeleid bestendiger te maken is het zinvol om de regels voor de volgorde van herstel van bufferbestanddelen te heroverwegen.

## Conclusies

De conclusies van deze terugblik zijn:

- Het kapitaalbeleid 2019 heeft ervoor gezorgd dat er minder winst als dividend is uitgekeerd dan onder het kapitaalbeleid 1999 het geval zou zijn geweest. Hiermee heeft DNB binnen de mogelijkheden van de winstgevendheid grotere buffers kunnen opbouwen met het oog op de toegenomen risico's.
- Daarmee heeft het kapitaalbeleid 2019 bijgedragen aan het beperken van de volatiliteit van de dividenduitkering.

- Het kapitaalbeleid 2019 heeft bijgedragen aan bestuurlijke rust: er is geen sprake meer geweest van ad-hoc bijstelling van het kapitaalbeleid.
- Eventuele bijstellingen in het kapitaalbeleid moeten leiden tot beleid dat ook op de lange termijn houdbaar is en (in enige mate) voorrang geeft aan het herstel van kapitaal & reserves boven de opbouw van de voorziening.

## Externe veranderingen

### Inleiding

Dit hoofdstuk schetst diverse ontwikkelingen in de externe omgeving waarin DNB als centrale bank opereert. Het doel is om in kaart te brengen of deze ontwikkelingen verdere aanpassingen aan het kapitaalbeleid nodig maken. Het gaat dan om de institutionele context, economische ontwikkelingen, ontwikkelingen in de balans van de ECB, ontwikkelingen in de bankbiljettencirculatie. Omdat DNB via haar president weliswaar een stem heeft in het monetaire beleid, maar desalniettemin niet zelfstandig kan beslissen over het monetaire beleid, worden ook de ontwikkelingen op het gebied van het monetaire instrumentarium als externe factor gezien. Verder wordt kort ingegaan op de ontwikkelingen bij andere centrale banken.

### Institutionele context

De institutionele context van DNB is niet veranderd in de afgelopen jaren.<sup>15</sup> Het EU acquis communautaire, oftewel het geheel van wetten en regels van de EU, geeft nadere invulling van het begrip financiële onafhankelijkheid van de centrale bank, waaronder eisen aan de buffers van DNB. Onderdeel van het acquis zijn de tweejaarlijkse convergentieverlagen van de ECB.<sup>16</sup> In deze verslagen maakt de ECB duidelijk dat een langdurig negatief netto eigen vermogen (net equity) niet is toegestaan voor een nationale centrale bank in de eurozone.<sup>17</sup> Netto eigen vermogen bestaat uit de eigen vermogensbestanddelen die DNB onder buffers aanmerkt aangevuld met de herwaarderingsreserves. Door de omvangrijke herwaarderingsreserve op goud voldoet het netto eigen vermogen van DNB momenteel aan de randvoorwaarde van het Eurosysteem.<sup>18</sup> Nu er wordt voldaan aan deze randvoorwaarde vanuit de ECB is de keuze voor het eventueel wel of niet herkapitaliseren van een NCB een puur nationale keuze. Per eind november 2023 heeft voor zover bekend geen enkele andere eurozone NCB voornemens geuit om zich te laten herkapitaliseren na verliezen.

### Economische ontwikkelingen

Sinds het kapitaalbeleid 2019 van kracht werd is de economische omgeving significant veranderd door de COVID-19 pandemie, de oorlog in de Oekraïne en de daaropvolgende inflatieschok. Waar vijf jaar geleden sprake was van (te) lage inflatie met lage rentes en ruim dan wel verruimend monetair beleid. Monetaire verruiming – en vooral wanneer dit via kwantitatieve verruiming gebeurt – gaat gepaard met risicoaccumulatie door DNB. Met de financiering van de aankoop van langlopende staatsobligaties met kortlopende deposito's, heeft DNB veel renterisico op de balans gehaald. Aanpassingen in het kapitaalbeleid 2019 draaiden vooral om de vraag over hoe voor deze accumulerende risico's buffers op te bouwen.

Anno 2023 is sprake van te hoge inflatie en restrictief monetair beleid. Dergelijk beleid gaat gepaard met afbouw van risico's - doordat monetaire portefeuilles geleidelijk krimpen- en met risico's die materialiseren. Tevens leidt de hoge inflatie via hogere nominale groei van de Nederlandse economie tot een daling van de verhouding tussen de doelomvang van kapitaal & reserves van DNB en het BBP van Nederland. Waar deze ratio enkele jaren geleden iets boven de 1% lag, is deze per eind 2022 nog maar 0,9%. De doelomvang van kapitaal & reserves heeft dus in de achterliggende periode geen gelijke tred gehouden met het Nederlandse BBP.<sup>19</sup>

Het is nog niet duidelijk welke economische omgeving volgt nadat de inflatie bestreden is. Op het moment van schrijven prijzen markten een terugkeer naar een inflatie van circa 2% in bij een beleidsrente die in enkele jaren daalt naar circa 2,5% tot 3%.

### Ontwikkelingen in het monetair beleidsinstrumentarium

Het monetair instrumentarium van het Eurosysteem is de afgelopen jaren weliswaar uitgebreid, maar dat vereiste geen tussentijdse aanpassingen aan het kapitaalbeleid. Specifiek heeft de Raad

<sup>15</sup> De institutionele context is beschreven in hoofdstuk 2 van het eindrapport van de werkgroep kapitaalbeleid DNB 2018.

<sup>16</sup> Zie Convergentieverlag, juni 2022 (europa.eu).

<sup>17</sup> Het convergentieverlag van juni 2022 stelt hierover: "Derhalve, indien het netto eigen vermogen (net equity) van een NCB onder het wettelijke vereiste kapitaal ligt, dan wel zelfs negatief is, dient de respectieve lidstaat de NCB binnen een redelijke termijn een passend bedrag aan kapitaal ter beschikking te stellen tot ten minste het niveau

<sup>18</sup> Merk hierbij op dat de herwaarderingsreserve specifiek is gekoppeld aan goud en alleen gebruikt kan worden om goudprijzdalingen op te vangen.

<sup>19</sup> De huidige groeivoet van het kapitaal is 3,4% per jaar en betreft de gemiddelde jaarlijkse nominale groei van het BBP van Nederland over de periode 1999-2017. Over de periode 2018-2022 is de jaarlijkse groei 5,0%. De groei over de hele periode 1999-2022 komt uit op 3,8% per jaar.

van Bestuur van de ECB (hierna: ECB) een drietal tools ontworpen en voor het eerst ingezet sinds het huidige kapitaalbeleid tot stand kwam.

1) Van november 2019 t/m juli 2022 was sprake van een two tier systeem waarbij een deel van de overreserves van commerciële banken werd vrijgesteld van negatieve rentes. Dit had weliswaar een negatief effect op de winstgevendheid van DNB (cumulatief circa EUR 125 mln over de betreffende periode) en daarmee op de capaciteit om buffers te vormen in de afgelopen jaren. Maar omdat het alleen aanpassing aan de passiefzijde van de balans betreft leidt het niet tot krediet of marktrisico's voor DNB waarvoor additionele buffers gevormd dienen te worden.

2) In 2020 heeft de ECB het pandemienoodaankoopprogramma (PEPP) ingevoerd. Net als de eerdere aankoopprogramma's onder het APP is dit een vorm van kwantitatieve verruiming. Vanwege de sterke gelijkenissen kon de buffersystematiek voor PEPP van het APP worden overgenomen zonder verdere aanpassingen.

3) In 2022 heeft de ECB het transmissiebeschermingsinstrument (TPI) ingevoerd. Ook dit betreft een aankoopprogramma en kan volgens de huidige systematiek worden meegenomen wanneer het wordt geactiveerd.

In 2021 heeft de ECB enkele aanpassingen gedaan aan de monetaire strategie.<sup>20</sup> Daarbij is het inflatiedoel nu 2% per jaar op de middellange termijn (~2-5 jaar), waarbij afwijkingen naar boven en naar onderen allebei als onwenselijk worden gezien door de ECB. Dit prijsstabiliteitsdoel vervangt het oude doel waarbij inflatie "onder, maar dichtbij 2%" diende te zijn. Voor het nastreven van het herijkte doel zijn de onconventionele maatregelen zoals aankoopprogramma's permanent aan de monetaire gereedschapskist toegevoegd. Dit leidt structureel tot hogere latente oftewel niet-gecalculeerde risico's. Het primaire instrument blijft echter de korte beleidsrente. Bij de implementatie van de aangepaste strategie draagt de ECB binnen de mogelijkheden van haar mandaat bij aan de realisatie van de klimaatdoelen van de EU en houdt zij rekening met de financiële risico's door klimaatverandering waar het Eurostelsel zelf aan bloot is gesteld. In 2025 evalueert de ECB de strategie opnieuw.

In 2023 is de ECB gestart met het herzien van het operationele raamwerk voor monetaire operaties.<sup>21</sup> Het raamwerk zal pas over enige jaren de balansomvang en samenstelling gaan beïnvloeden. Het duurt namelijk enige jaren voordat de balans gekrompen is tot het niveau waarop nieuwe liquiditeitsverschaffende operaties nodig zijn om aan de vraag naar centrale bankreserves te voldoen. Ongeacht het gekozen raamwerk is het aannemelijk dat de balans groter blijft dan deze in de beginjaren van de euro was, o.a. door de sterke bankbiljettengroei van de afgelopen jaren en grotere vraag van commerciële banken naar centrale bank reserves door bijvoorbeeld liquiditeitsregulering. Er is nog niet besloten met hoeveel (over)liquiditeit het Eurosysteem gaat opereren en met welke activa die liquiditeit verschaft wordt. Mogelijkheden aan de activazijde zijn een structurele monetaire portefeuille van aankopen, herfinancieringsoperaties of een combinatie van deze twee instrumenten. Indien gebruik wordt gemaakt van een structurele portefeuille met nationaal schuld papier, zal de Raad van Bestuur van de ECB moeten besluiten over het vraagstuk van inkomsten- en risicodeling in het eurosysteem.<sup>22</sup> Vanwege de verhoudingsgewijs hoge kredietwaardigheid van de Nederlandse overheid en bijgevolg relatief lage rendementen op Nederlandse staatsobligaties, leidt de keuze om tot op heden af te zien van risicodeling zowel tot iets lagere kredietrisico's als tot een verhoudingsgewijs lage winstgevendheid van DNB zolang geen sprake is van kredietverliezen. Omdat de herziening van het operationele raamwerk nog loopt is de uitkomst daarvan niet meegenomen in deze evaluatie.

### Ontwikkelingen in de balans van de ECB

Via de participatie in de ECB is DNB indirect blootgesteld aan de financiële risico's op de balans van de ECB. Ongeveer 10% van de Eurosysteem aankopen onder het PSPP en het PEPP is via de ECB balans uitgevoerd. Net als bij DNB materialiseert de komende jaren het renterisico dat de ECB hierdoor loopt. Omdat de ECB hierdoor net als DNB enkele jaren verliezen lijdt, is geen sprake van dividendbetalingen aan de aandeelhouders totdat deze verliezen zijn ingelopen. De aandeelhouders van de ECB zijn de nationale centrale banken, waaronder DNB. In het verleden maakte het ECB dividend circa 5-10% van het resultaat van DNB uit. Omdat de ECB - net als DNB - zeer waarschijnlijk een positief netto eigen vermogen behoudt, is een herkapitalisatie vanuit de aandeelhouders in principe niet aan de orde.

<sup>20</sup> [The ECB's monetary policy strategy statement \(europa.eu\)](#)

<sup>21</sup> [Back to normal? Balance sheet size and interest rate control \(europa.eu\)](#)

<sup>22</sup> Voor APP is in 2015 besloten om het (krediet)risico niet te delen op de aankopen van schuld papier van nationale overheden. Om het PEPP snel operationeel te krijgen zijn keuzes van het APP zoveel mogelijk overgenomen.

## Ontwikkeling bankbiljettencirculatie

Sinds de invoering van de chartale euro in 2002 is het aantal bankbiljetten toegenomen van EUR 359 mrd naar EUR 1.572 mrd per eind 2022. Op jaarbasis is de hoeveelheid bankbiljetten in circulatie dus met 8% per jaar toegenomen. Hoewel contante betalingen een steeds kleiner deel van de betalingen uitmaken, vertaalt die betaaltrend zich dus niet in een lagere omvang van de circulatie. Sterker nog, in zowel 2020 als 2021 lag de groei met ca. 10% juist boven het langjarig gemiddelde. Sinds de beleidsrentes positief werden medio 2022 is echter een nulgroei waarneembaar. De toekomstige ontwikkeling van bankbiljetten is inherent met aanzienlijke onzekerheden omgeven.

De bankbiljettenhoeveelheid is een belangrijke pijler onder de winstgevendheid en herstelcapaciteit van DNB. Bankbiljetten zijn immers een goedkope vorm van financiering in de normale situatie waarin beleidsrentes positief zijn. Markten prijzen op moment van schrijven beleidsrentes in van ca. 3%. Bij dat renteniveau leveren de bankbiljetten DNB een financieringsvoordeel van enkele miljarden per jaar op. Dit voordeel is op dit moment reeds waarneembaar in de winst- en verliesrekening van DNB, maar wordt op korte termijn overschaduwd door de verliezen als gevolg van de kwantitatieve verruiming. DNB wordt onder aan de streep weer winstgevendheid wanneer de voordelen van de goedkope financiering via bankbiljetten de jaarlijks krimpende verliezen op de QE portefeuilles overschrijden. Dit zal naar verwachting rond 2028 of 2029 het geval zijn.

## Ontwikkeling digitale euro

De Europese Commissie heeft op 28 juni 2023 haar voorstellen gepresenteerd voor een digitale euro.<sup>23</sup> Deze worden nu in de Raad en het Europees Parlement besproken. In het najaar van 2023 besloot de ECB dat zij een volgende voorbereidende fase van het project start. In deze fase zal de ECB samen met de sector verder technisch werk verrichten. Dit is niet het besluit om daadwerkelijk over te gaan tot uitgifte. Dat besluit kan pas worden genomen als de politieke onderhandelingen (eerst binnen de Raad en het Europees Parlement en daarna ook in triloog tussen de Raad, het Europees Parlement en de Europese Commissie) voltooid zijn. De ontwikkeling en uitgifte van een digitale euro brengt kosten met zich mee voor het Eurosysteem. Het Eurosysteem moet investeren in het opzetten van een digitale euro infrastructuur (online en offline betalingen), inclusief de netwerk- en afwikkelinfrastructuur.

De financiële effecten van een digitale euro voor DNB hangen vooral samen met adoptie door het publiek enerzijds en de remuneratie door de ECB anderzijds. Voor de omvang van de balans van DNB maakt het uit of de vraag naar digitale euro's ten koste gaat van de vraag naar bankbiljetten of dat de vraag vooral bovenop de vraag naar bankbiljetten komt. Op dit moment is de digitale euro vormgegeven als betaalmiddel en heeft de digitale euro zoveel mogelijk de kenmerken van chartaal geld, waaronder 0% remuneratie. Het is nog onvoldoende duidelijk welke invloed de uitgifte van een digitale euro door de ECB heeft op de seignorage-inkomsten van DNB.

## Ontwikkelingen bij andere centrale banken

De discussie over hoe om te gaan met de materialisatie van het renterisco op de balans van de centrale bank is ook in andere landen zeer actueel. Een aantal van die landen lijkt op de lijn te zitten om te opereren met een negatief eigen vermogen of kapitaal en te sturen op een autonome groei daarvan. Eventuele aanpassingen aan het kapitaalbeleid van DNB dienen de ontwikkelingen in de andere landen ook in ogenschouw te blijven nemen. Naast het reeds genoemde voorbeeld van de ECB, volgen nog enkele voorbeelden. Voor DNB zijn met name de keuzes van andere NCB's uit de eurozone van belang, desalniettemin wordt ook kort ingegaan op enkele centrale banken buiten het eurogebied.

**Belgie (eurozone):** De nationale centrale bank van België (NBB) heeft in het jaarverslag over 2022 aangegeven in het basisscenario met een "gecumuleerd verlies van € 10,8 miljard over een tijdshorizon van vijf jaar" rekening gehouden.<sup>24</sup> De president van de NBB heeft aangegeven dat de Bank via toekomstige winsten haar buffers herstelt.

**Duitsland (eurozone):** De nationale centrale bank van Duitsland (Bundesbank) heeft haar tekort van 1 mld. euro van 2022 opgevangen door in te teren op haar buffers. De Duitse centrale bank verwacht dat de verliezen de komende jaren groter zullen worden dan de resterende 21,7 mld. aan voorzieningen en kapitaal. De Bundesbank is voornemens om zelf te herstellen van deze verliezen door toekomstige winsten in te houden, waardoor er de aankomende jaren geen winstafracht mogelijk zal zijn.

**Verenigd Koninkrijk (niet-eurozone):** De Bank of England (BoE) maakt eveneens forse verliezen op haar aankopen van Britse staatsobligaties. Met de aankopen ter grootte van GBP 895 mld. (EUR

<sup>23</sup> [Progress on the investigation phase of a digital euro - third report \(europa.eu\)](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/es230628_1_en.htm)

<sup>24</sup> [https://www.nbb.be/doc/ts/publications/nbbreport/2022/nl/t2/verslag2022\\_t2\\_h3.pdf](https://www.nbb.be/doc/ts/publications/nbbreport/2022/nl/t2/verslag2022_t2_h3.pdf)

1.021 mld.) werd een equivalent bedrag aan monetaire deposito's gecreëerd die de commerciële banken aanhouden. Bijzonder aan de Engelse situatie is dat de aankopen plaatshebben via een aparte juridische entiteit en dat het ministerie van Financiën garant staat voor de verliezen op de aankoopprogramma's. Tussen 2009 en 2022 heeft het ministerie van Financiën GBP 123,8 mrd aan inkomsten ontvangen uit dit arrangement. In de komende jaren slaat dit om naar een cumulatieve negatieve kasstroom. Per eind juni 2023 schat de BoE dat deze kasstroom zo'n GBP 100-250 miljard zal zijn, al hangt de uiteindelijke uitkomst sterk af van de beleidsrentes en verkopen van QE portefeuilles.<sup>25</sup>

Verenigde Staten (niet-eurozone): De Amerikaanse centrale bank (Fed) heeft ook te maken met aanzienlijke verliezen op haar aankoopprogramma. Eind oktober 2023 bedragen de gerealiseerde verliezen om en nabij USD 100 mld. In de scenario's waar de Fed mee rekent, kunnen de verliezen drie tot vier jaar aanhouden.<sup>26</sup> De Fed zal toekomstige winsten eerst gebruiken om te herstellen van de verliezen, alvorens weer een dividend uitgekeerd wordt.

## Conclusies

- Het is aannemelijk dat de jaarwinsten van DNB meer blijven fluctueren dan in het guldentijdperk en de beginjaren van de euro. Ook jaren met een negatief resultaat zullen naar verwachting frequenter voorkomen. De belangrijkste reden hiervoor is dat de balans van DNB en van het Eurosysteem structureel groter zijn geworden dan voor de financiële crisis van 2008. Een kapitaalbeleid voor DNB dient op dergelijke winstschommelingen toegerust te zijn.
- Het is mogelijk dat DNB - nadat de in historische perspectief omvangrijke balans over enkele jaren afgebouwd - structureel meer financiële risico's loopt dan in het verleden. De lopende herziening van het monetaire operationele raamwerk en een eventuele introductie van een digitale euro kunnen tot gevolg hebben dat de balans op de middellange termijn structureel groter en mogelijk ook iets risicovoller is. Deze ontwikkelingen worden de komende jaren pas duidelijk en kunnen daarom bij een toekomstige evaluatie opnieuw worden beschouwd.
- De ECB stelt als randvoorwaarde aan eurozone NCB's dat een langdurig negatief net equity niet is toegestaan. DNB voldoet aan deze voorwaarde. De keuze voor het wel of niet herkapitaliseren van een NCB is daarom een puur nationale keuze. Voor zover bekend is geen enkele andere eurozone NCB voornemens zich te laten herkapitaliseren na verliezen.

---

<sup>25</sup> [Asset Purchase Facility Quarterly Report - 2023 Q2 | Bank of England](#)

<sup>26</sup> [The Fed - An Analysis of the Interest Rate Risk of the Federal Reserve's Balance Sheet, Part 2: Projections under Alternative Interest Rate Paths](#)

## Risicoberekeningen bij DNB

### Inleiding

DNB maakt inschattingen van de risico's op de balans met een combinatie van statistische modellen en scenarioanalyses, zoals gebruikelijk voor financiële instellingen. Deze berekeningen worden dagelijks of maandelijks uitgevoerd om de risico's te monitoren. De risicoberekeningen kunnen worden ingedeeld in drie hoofdgroepen qua risico's: i) renterisico ii) kredietrisico en iii) marktrisico. Bij elk van deze risico's hoort een model waarmee de risico's worden uitgerekend. Voor elk (deel)risico bepalen DNB en het ministerie van Financiën of er al dan niet een voorziening wordt opgebouwd. Om de risico's van het gebruik van modellen te beheersen heeft DNB een model governance raamwerk opgezet. Deze modellen worden jaarlijks door een validatie team gevalideerd dat onafhankelijk is van het team dat de modellen ontwikkelt. De risicoberekeningen worden toegelicht in het jaarverslag, als onderdeel van de risicoparagraaf van de jaarrekening. Deze toelichting is in scope van de jaarlijkse controleverklaring van de externe accountant van DNB. De rest van dit hoofdstuk duidt de ontwikkelingen van de afgelopen jaren en blikkt vooruit.

### Risico-ontwikkeling vanaf 2019

Figuur 1 (zie Hoofdstuk Achtergrond) liet al zien dat het risico van zo'n EUR 4 mrd eind 2019 naar meer dan EUR 25 mrd per eind 2022 is opgelopen. In de afgelopen jaren is met name het renterisico toegenomen. Dit risicotype maakt momenteel meer dan 80% van het risico dat DNB loopt uit. Deze ontwikkeling behoeft enige duiding aangezien de verzesvoudiging van risico's tussen 2019 en 2022 plaatsvond terwijl de balans van DNB in dezelfde periode minder dan verdubbelde (EUR 301 mrd eind 2019 naar EUR 488 mrd eind 2022). Het feit dat de risico's en balans zo verschillend bewegen heeft een aantal oorzaken:

- 1) *De rentegevoeligheid van de centrale bank balans bij aanvang van een aankoopprogramma bepaalt of aankopen van activa renterisico toevoegen of renterisico reduceren.*

Bij een klassieke centrale bankbalans komt de winst van de centrale bank onder druk bij dalende rentes. Zo verdiende DNB in 2000 toen de beleidsrente zo'n 4% bedroeg bijna EUR 2 mrd, terwijl DNB in 2004 bij een beleidsrente van circa 2% slechts EUR 0,5 mrd verdiende. De reden voor deze kwetsbaarheid is dat de rente-inkomsten op activa teruglopen, waarmee het financieringsvoordeel uit bankbiljetten terugloopt. De invoering van het APP in 2015 leidde in eerste instantie tot het reduceren van deze kwetsbaarheid, al was de omvang ruim voldoende om de rentegevoeligheid te doen omslaan naar een kwetsbaarheid voor stijgende rentes. Het PEPP daarentegen voegde meer gevoeligheid voor stijgende risico's toe aan een balans die door het APP reeds gevoelig was voor stijgende rentes. Dit zorgt ervoor dat met name na de invoering van het PEPP het renterisico snel groter werd.

- 2) *De mate waarin het rendement van aangekochte obligaties beschermt tegen rentestijgingen verschilt door de tijd.*

Een significant deel van de aankopen onder het APP is gedaan tegen rentes die behoorlijk boven de beleidsrente lagen. Gedurende het PEPP programma was de rentecurve gemiddelde genomen echter vlakker, oftewel de rentes op de aangekochte langerlopende obligaties lagen nauwelijks boven de beleidsrentes. Zo zijn op sommige momenten via het PEPP programma ook staatsleningen met een looptijd van 10 jaar tegen een negatieve rente aangekocht. Wanneer de rente die DNB ontvangt op aangekochte langlopende obligaties nauwelijks boven de beleidsrente ligt die DNB betaalt op de met de aankopen gecreëerde monetaire deposito's, dan biedt het rendement beperkte bescherming tegen verliezen uit hoofde van beleidsrenteverhogingen.

- 3) *Tijdelijke waarderingsverschillen tussen de marktwaarde en boekwaarde komen eerst tot uiting in de risicocijfers en pas later in de buffers.*

DNB waardeert op grond van de boekhoudregels van het Eurosysteem obligaties die onder de monetaire aankoopprogramma's worden aangekocht tegen de geamortiseerde kostprijs. Zo lang de rente nauwelijks beweegt, ligt deze geamortiseerde kostprijs vrij dicht bij de marktwaarde. Eind 2021 bedroeg de geamortiseerde kostprijs van de door DNB aangekochte obligaties bijvoorbeeld 201 mrd, terwijl de marktprijs EUR 205 mrd bedroeg. Hoofdzakelijk door de schok in markttrentes van 2022 veranderden deze getallen een jaar later naar een kostprijs van EUR 209 mrd en een marktwaarde van EUR 177 mrd. Per saldo is het verschil tussen beide waarderingscijfers dus met EUR 32 mrd bewogen in 1 jaar. Een dergelijk waarderingsverschil is tijdelijk, aangezien de verschillen



tussen de waarderingmethoden verdwijnen naarmate de obligaties dichterbij de einddatum komen. Dit betekent dat de waarderingmethode weliswaar invloed heeft op de boekhoudkundige timing van verliezen, maar niet op de uiteindelijke omvang van deze verliezen. Voorts betekent het gebruik van geamortiseerde kostprijs dat de financiële effecten van een omvangrijke marktrenteschok pas na een periode van jaren gereflecteerd is in de boekhoudkundige resultaten. Dit is enerzijds de reden dat het hoogstwaarschijnlijk is dat DNB meerdere verliesjaren voor zich heeft. Alleen een grote neerwaartse renteschok op korte termijn kan immers de marktwaardeverliezen ongedaan maken. Anderzijds leidt dit ertoe dat in de renterisicoberekening van DNB – die bestaat uit de som van jaar verliezen in een scenario waarin de rente zich nadelig beweegt – zowel een effect zit dat samenhangt met toekomstige financiële effecten van reeds opgetreden renteschokken, als ook verliezen die samenhangen met de veronderstelde verdere nadelige beweging van rentes in de toekomst. Dit betekent dat de renterisicomaatstaf fors kan bewegen, ook al is de onderliggende rentegevoeligheid van de balans nauwelijks veranderd. Dit laatste beschrijft de ontwikkeling van 2021 naar 2022, toen de risico's onder VFR met EUR 12,3 mrd toenamen, terwijl de rentegevoeligheid van de balans nauwelijks veranderde.

### Vooruitzichten voor winst en risico's van DNB voor 2023 en verder

Wanneer de beleidsrentes zich ontwikkelen conform de marktverwachting van eind september 2023, dan rekent DNB op zo'n EUR 13 miljard aan cumulatief negatief resultaat tussen 2023 en 2028. Het negatieve resultaat van 2023 zal de voorziening uitputten en daarnaast zorgen voor een daling van de algemene reserve. De verliezen in de jaren daarna komen geheel ten laste van de algemene reserve. Na 2026 is de algemene reserve naar verwachting enkele jaren negatief. Vanaf 2029 wordt DNB weer winstgevend en begint het bufferherstel. Verdere economische of financiële schokken en aanpassingen aan het monetair beleid kunnen tot materieel andere uitkomsten leiden. In bijlage 2 wordt een aantal andere scenario's geïllustreerd.

Noemenswaardig is dat het cumulatieve negatieve resultaat aanzienlijk kleiner is dan de eerdergenoemde schok in de marktwaarde van de obligaties die onder de aankoopprogramma's zijn aangekocht. De obligaties zijn echter slechts één onderdeel van de balans en door alleen naar de marktwaarde daarvan te kijken worden compenserende effecten elders in de balans genegeerd. De maatstaf van cumulatieve verliezen neemt wél de volledige balans in ogenschouw. Tegenover de verliezen uit hoofde van de obligaties die uit hoofde van kwantitatieve verruiming zijn aangekocht, staat een aanzienlijke toename van het financieringsvoordeel op de bankbiljetten (en andere niet-rentedragende passiva zoals de kasreserves die banken aanhouden bij de centrale bank). Het feit dat de contante waarde van toekomstige winsten uit dit financieringsvoordeel moeilijk is in te schatten en sterk van aannames afhangt, maakt het moeilijk om een marktwaardeperspectief voor de volledige balans te hebben.<sup>27</sup> Vanuit het inkomstenperspectief is echter aannemelijk dat vanaf 2028/2029 het financieringsvoordeel groter is dan de nadelige effecten van kwantitatieve verruiming. Hoewel deze nadelige effecten tot circa 30 jaar – de looptijd van de langstlopende aangekochte obligaties – bestaan, dragen ze niet meer bij aan het cumulatieve verlies dat DNB raamt als ze vallen in de jaren na 2028/29.

Hoe de risico's van DNB zich de komende jaren ontwikkelen is inherent onzeker. Desalniettemin is het aannemelijk dat het renterisico daalt naarmate financiële effecten van de reeds opgetreden renteschok de komende jaren meer en meer worden gereflecteerd in de buffers en de tijdelijke waarderingverschillen tussen markt- en boekwaarde van de aankopen teruglopen. Bovendien dalen de risico's momenteel doordat de balans krimpt nu niet alle aflopende obligaties worden geherinvesteerd. Tot slot hebben de renteverhogingen tussen juli 2022 en september 2023 aanzienlijke beleidsruimte gecreëerd om te verruimen via beleidsrenteverlagingen, waarmee hernieuwde inzet van de kwantitatieve verruiming en de daarmee gepaard gaande financiële risico's onwaarschijnlijker zijn dan in recente jaren.

### Conclusies

- Omvangrijke verliezen in de komende jaren zijn hoogstwaarschijnlijk, maar er is uitzicht op herstel.
- In de meeste scenario's zal DNB op de middellange termijn aanzienlijk minder risico's lopen dan zij eind 2022 deed.

<sup>27</sup> Alhoewel pogingen zijn ondernomen. Zie bijvoorbeeld Willem Buiters (2008), Can Central Banks Go Broke?, Centre for Economic Policy Research, Policy Insights No. 24.

## Beleidsvarianten

### Inleiding

De vorige werkgroep kapitaalbeleid heeft zich in 2018 gebogen over de randvoorwaarden voor het kapitaalbeleid. Daarbij kwam de werkgroep tot het volgende: "De afspraken over het kapitaalbeleid tussen de Staat en DNB moeten bijdragen aan duurzame welvaart in Nederland door een balans te vinden tussen:

1. *Financiële/economische stabiliteit*: de mate waarin het kapitaalbeleid van DNB op lange termijn bijdraagt aan een soepele werking van de economie en een schokbestending financieel systeem. Het kapitaalbeleid dient DNB in staat te stellen om als onafhankelijke centrale bank haar wettelijke taken uit te voeren, gericht op de financiële stabiliteit. Vertrouwen van het publiek in de financiële soliditeit en onafhankelijkheid van DNB is daarbij cruciaal.
2. *Doelmatige allocatie van publieke middelen*: de mate waarin het kapitaalbeleid van DNB ervoor zorgt dat publieke middelen op lange termijn daar gealloceerd zijn waar ze maatschappelijk het meest doelmatig zijn. Hierbij is ook de stabiliteit en voorspelbaarheid van de winstafracht van belang, aangezien een hogere of lagere winstafracht dan begroot kan leiden tot een minder doelmatige allocatie van publieke middelen. Dit vraagt om bestendigheid van het kapitaalbeleid, omdat juist het bijsturen van het kapitaalbeleid vanwege onvoorziene gebeurtenissen een abrupte impact op de Rijksbegroting kan hebben (zoals bij de extra winsthouding in 2011 en de opbouw van de voorziening vanaf 2015)."

Deze randvoorwaarden zijn naar het oordeel van de werkgroep ook nu onverminderd relevant.

Binnen deze randvoorwaarden heeft het kapitaalbeleid 2019 zich gericht op vier concrete doelen, zoals reeds aangehaald in het hoofdstuk "Terugblik Werking Kapitaalbeleid 2019". Dit zijn:

1. Zorgen dat DNB de benodigde buffers opbouwt;
2. Beperken van de volatiliteit van het dividend op de rijksbegroting
3. Zorgen dat niet-benodigde buffers worden uitgekeerd aan de Staat
4. Bestendigen beleid: geen ad-hoc bijstelling van de afspraken

De werkgroep acht dit ook voor de toekomst de juiste doelen.

Anno 2023 is echter een andere financiële uitgangssituatie ontstaan dan bij het vaststellen van het kapitaalbeleid 2019. Met de gestegen rentes ontvouwt zich nu een scenario van verliezen waarvoor idealiter vooraf buffers waren opgebouwd. Het gaat de komende jaren dus niet om de opbouw van buffers vooraf, maar de omgang met lage of negatieve buffers en het herstel daarvan. Op hoofdlijnen valt daarbij een keuze te maken om buffers aan te zuiveren door een herkapitalisatie vanuit de aandeelhouder enerzijds en herstel van buffers vanuit toekomstige winsten van DNB anderzijds. Vanuit 2050 terugkijkend, maakt de huidige vraag "herkapitaliseren of niet" niet uit voor de per saldo afgedragen winst van DNB aan de staat. Een kapitaalinjectie kost de staat nu geld, maar bij een herkapitalisatie keert DNB eerder weer dividend uit. Zoals eerder in het rapport reeds uiteengezet is, hebben tijdelijk negatieve buffers op korte termijn bovendien geen invloed op het vermogen van een centrale bank om haar werk goed te doen. Omdat DNB bovendien voldoende uitzicht heeft op toekomstige winsten met voldoende omvang is autonoom herstel van de buffers waarschijnlijk. Een dergelijke aanpak kan ook gezien worden als het achteraf opbouwen van buffers. Op de grond van de regels van het Eurosysteem is een extern afgedwongen herkapitalisatie bovendien niet aan de orde, ook niet wanneer de verliezen aanzienlijk groter zijn dan momenteel verwacht. Gegeven deze constatering, de onafhankelijkheid van DNB, de keuzes die in andere landen gemaakt worden én de insteek om een bestendig beleid te voeren, is herstel via de inhouding van toekomstige winsten daarmee de logische wijze van herstel van de buffers in de ogen van de werkgroep.

In dit hoofdstuk presenteert de werkgroep twee varianten voor herstel via de inhouding van toekomstige winsten, hierna aangeduid met variant I en variant II. Variant I ligt dicht bij het beleid van de afgelopen jaren en betreft alleen noodzakelijke technisch onderhoud. Variant II maakt in aanvulling daarop iets meer wijzigingen.

### Beschrijving huidig beleid en alternatieven

De kern van het kapitaalbeleid van DNB is hoe positieve jaarresultaten van DNB aan het einde van het boekjaar gealloceerd worden naar 1) opbouw van de voorziening door DNB, 2) de groei van kapitaal & reserves van DNB en 3) het dividend aan de aandeelhouder.<sup>28</sup> Formeel gezien is de opbouw van de voorziening onderdeel van de winstbepaling en daarmee een discretionaire keuze

<sup>28</sup> De verwerking van negatieve resultaten heeft een meer automatisch karakter en volgen vooral uit de boekhoudregels van het Eurosysteem.

van DNB die weliswaar de hoogte van de winst beïnvloedt, maar niets verandert aan het jaarresultaat. Formeel gezien is de aandeelhouder vervolgens verantwoordelijk voor de winstbestemming, oftewel de verdeling van de winst over groei van kapitaal & reserves van DNB en het dividend. Keuzes omtrent de bestemming van de winst hebben géén invloed op de hoogte van de winst of het jaarresultaat. In het kapitaalbeleid leggen DNB en de aandeelhouder vast hoe zij invulling geven aan hun eigen verantwoordelijkheden zonder daar afstand van te doen. Tabel 4 vat de belangrijkste kenmerken van het huidige beleid en twee door de werkgroep voorgestelde beleidsvarianten samen. Het huidige beleid is alleen in deze tabel opgenomen voor vergelijkingsdoeleinden en is vanwege de inconsistentie met de statuten geen beleidsoptie voor de toekomst. Variant I kan echter gezien worden als de voortzetting van het huidige beleid met een beperkte aanpassing. Variant II gaat daarin iets verder met name door verder voorrang te geven aan het herstel van kapitaal & reserves. In de toelichting daarna wordt elk van de drie bestemmingen van het resultaat nader toegelicht.

Tabel 4 Belangrijkste kenmerken beleidsvarianten I en II in vergelijking met het kapitaalbeleid 2019

	Kapitaalbeleid 2019	Variant I	Variant II
Prioriteit allocatie van positieve jaarresultaten DNB	1) Voorziening 2) Kapitaal & reserves 3) Dividend	1) Voorziening (tenzij algemene reserve negatief is) 2) Kapitaal & reserves 3) Dividend	1) Kapitaal & reserves 2) Voorziening 3) Dividend
Maximale deel resultaat naar kapitaal & reserves	Niet expliciet begrensd: percentage is een gevolg van keuzes bij winstbestemming	100% wanneer algemene reserve negatief is, anders niet expliciet begrensd	100%
Maximale deel resultaat naar voorziening bij buffertekort	100%	100%	100%
Maximaal deel van resultaat naar voorziening zonder buffertekort	50%	50%	50%
Maximaal deel van winst naar algemene reserve	50%	50%	Niet expliciet begrensd, percentage is een gevolg van de keuze om een bepaald deel van het resultaat aan de algemene reserve toe te voegen.

#### Kapitaal & reserves

- Kapitaal & reserves bestaan per eind 2022 uit het maatschappelijk kapitaal van DNB (EUR 500 mln), de algemene reserve (EUR 7.968 mln) en de wettelijke reserve (EUR 15 mln). Ingehouden winsten komen ten goede van de algemene reserve; verliezen komen ten laste van de algemene reserve.
- Kapitaal & reserves vormen de permanente buffers van DNB en dekken de risico's die DNB structureel loopt. Kapitaal & reserves zijn permanent in de zin dat zij niet vrijvallen wanneer de structurele risico's dalen.
- De doelomvang van kapitaal & reserves dient de structurele risico's met een marge te overschrijden zodat DNB in 'normale tijden' buffers heeft voor scenario's waarin latente risico's omslaan in daadwerkelijke risico's.
- Het is beoogd dat kapitaal & reserves op de lange termijn gelijke tred houden met de omvang van de Nederlandse economie. De in 2019 overeengekomen verhouding van 1,1% tussen de doelomvang van kapitaal & reserves en het BBP van Nederland volstaat naar het oordeel van de werkgroep op dit moment om structurele risico's te dekken en een marge voor latente risico's te bieden. Deze fractie van het BBP komt overeen met bijna EUR 10 mrd anno 2023. Dat is ruim meer dan de structurele risico's, die de afgelopen jaren circa EUR 3 mrd bedroegen. Hiermee is er ruimte voor een marge van circa EUR 7 mrd. Een nog grotere marge stelt DNB weliswaar in staat om grotere stijgingen van risico's op te vangen

zonder in een buffertekort te geraken, maar leidt ook tot een mogelijke minder doelmatige allocatie van publieke middelen.

- Omdat de economie in sommige jaren fors kan krimpen, en het waarschijnlijk is dat in dergelijke jaren de latente risico's van DNB zich materialiseren, is in 2019 reeds gekozen om de doelomvang van kapitaal & reserves *niet* rechtstreeks te koppelen aan het BBP. Anders zou DNB mogelijk buffers moeten laten afnemen, juist wanneer zij deze harder nodig heeft vanwege een expansiever monetair beleid in een recessie of depressie.
- De doelomvang van kapitaal & reserves neemt jaarlijks toe met de lange termijn groei van de Nederlandse economie. De Nederlandse economie groeide 3,4% per jaar over de periode 1999-2017 en dit gold als groeivoet voor kapitaal & reserves in de boekjaren 2018 t/m 2022.<sup>29</sup> Dit groeipercentage wordt bij evaluaties van het kapitaalbeleid geactualiseerd, zoals reeds in 2019 is afgesproken.
- Door de indirecte koppeling tussen de doelomvang van kapitaal & reserves en het BBP, kan de verhouding tussen de doelomvang van kapitaal & reserves en het BBP fluctueren. Zo is de ratio vanwege de hoge nominale groei van het BBP over de periode 2017-2022 (5,4% per jaar) per eind 2022 gedaald van 1,1% naar 1,0%. Hoewel dit in relatieve termen een beperkte verandering lijkt, betekent het in absolute termen dat kapitaal & reserves een EUR 1 mrd lagere doelomvang hebben dan het geval was geweest bij een directe koppeling aan het BBP.
- Dergelijke dalingen worden echter gevolgd door jaren met een hogere groeivoet en daarmee een hogere kans dat de ratio in de toekomst weer stijgt naar de overeengekomen verhouding van 1,1% (onder aanname dat de gerealiseerde groei weliswaar bovengemiddeld was maar de lange termijn economische groei onveranderd is).
- Om de te borgen dat snelheid waarmee de verhouding tussen kapitaal & reserves en BBP naar de 1,1% convergeert constant blijft naarmate het kapitaalbeleid langer toegepast is, stelt de werkgroep voor om over te stappen naar een 10 jaar voortschrijdend gemiddelde in plaats van de gerealiseerde groei sinds 1999. Op dit moment resulteert dit in vrijwel dezelfde groeivoet (3,9% jaarlijkse groei tussen 2012-2022 versus 3,8% jaarlijkse groei over 1999-2022).
- In het geval deze hogere groeivoet onvoldoende is om de ratio doelomvang kapitaal & reserves / BBP weer naar 1,1% te brengen, kan tijdens toekomstige evaluaties besloten worden de doelomvang eenmalig extra te verhogen. Indien de ratio op termijn juist te ver boven 1,1% komt, kan ook gekozen worden voor een eenmalige verlaging. Op dit moment acht de werkgroep een dergelijke eenmalige aanpassing echter niet nodig.
- In het geval dat het niveau van structurele risico's dat DNB loopt wezenlijk verandert, bijvoorbeeld omdat de omvang van de financiële sector in Nederland sterk groeit, kan eveneens de waarde van 1,1% van het BBP worden heroverwogen bij evaluaties. Op dit moment acht de werkgroep een dergelijke eenmalige aanpassing niet nodig, al is in het hoofdstuk "Externe veranderingen" een aantal zaken benoemd die in de toekomst tot een andere afweging kunnen leiden.
- Beleidsvariant I en II hebben dezelfde doelomvang van kapitaal & reserves. Omdat beleidsvariant II prioriteit geeft aan het opbouwen van kapitaal & reserves, zal de feitelijke omvang van kapitaal & reserves in deze variant eerder de doelomvang bereiken dan bij beleidsvariant I.

### Voorziening

- De voorziening is een buffer voor risico's die DNB tijdelijk loopt. In beleidsvarianten I en II wordt de voorziening voor dezelfde risico's opgebouwd als onder het huidige beleid. Op dit moment vallen de APP en PEPP gerelateerde kredietrisico's en het renterisico daaronder. Indien DNB noodliquiditeit zou verstrekken aan een bank, dan legt DNB daarvoor ook een voorziening aan.
- Als de risico's onder voorziening gedekt zijn, dan vindt in principe geen verdere opbouw van de voorziening plaats. De enige uitzondering hierop is wanneer kapitaal & reserves onvoldoende hoog zijn om de risico's onder kapitaal te dekken. Dan kan ook de voorziening verder worden opgebouwd totdat alle berekende risico's die DNB loopt geheel gedekt zijn met buffers. Een dergelijk scenario heeft een reële kans onder het huidige beleid en beleidsvariant I wanneer kapitaal & reserves laag blijven (beneden het niveau van de structurele risico's; anno 2023 circa EUR 3 mrd). In beleidsvariant II is de kans dat

<sup>29</sup> Het startmoment 1999 is gekozen omdat op dat moment de derde van de fase van de EMU van start ging (de euro werd ingevoerd).

om deze laatste reden een voorziening wordt aangelegd echter klein, omdat daarbij immers het resultaat allereerst wordt aangewend om kapitaal & reserves te doen toenemen. En deze doelomvang van kapitaal & reserves is zo gekozen dat deze in principe aanzienlijk hoger is dan de risico's onder kapitaal.

- Wanneer de risico's onder de voorziening dalen (of zelfs geheel verdwijnen) valt het eventuele surplus aan voorziening vrij en komt het beschikbaar voor dividend.
- Wanneer risico's onder de voorziening materialiseren, dan wordt het verlies onttrokken aan de voorziening.

### *Dividend*

- Het dividend is een resultante van het jaarresultaat en de keuzes omtrent mutaties van de voorziening en groei van kapitaal & reserves.
- Het is DNB statutair verboden om een dividend uit te keren wanneer de algemene reserve negatief is. Het huidige kapitaalbeleid houdt hier evenwel geen rekening mee. In beleidsvariant I wordt deze inconsistentie weggenomen door positieve resultaten naar de algemene reserve te geleiden totdat de algemene reserve weer nul bedraagt. In beleidsvariant II wordt deze inconsistentie weggenomen door alle positieve resultaten naar de algemene reserve te geleiden totdat de kapitaal & reserves weer de doelomvang hebben bereikt.
- Een dividenduitkering komt pas aan de orde wanneer DNB alle risico's heeft gedekt met buffers.
- De relatieve prioriteit van verdere bufferopbouw (nadat het buffertekort is weggenomen) en dividend verschuift in beleidsvariant I in een aantal stappen. Kort gezegd geldt dat een groter percentage van het resultaat wordt uitgekeerd naarmate DNB haar risico's beter heeft gedekt met buffers.
  - Zolang er een buffertekort is kan (maximaal) 100% van het resultaat naar de buffers van DNB en is er geen dividend.
  - Zolang er geen buffertekort is maar de risico's onder voorziening nog niet gedekt zijn kan 75% van het resultaat naar de buffers en is er 25% dividend.<sup>30</sup>
  - Wanneer de VFR alle risico's onder voorziening dekt, gaat maximaal 50% naar de buffers. In het geval DNB omvangrijke winsten heeft, wordt dit maximum alleen gehaald als er achterstanden zijn opgelopen in groei van kapitaal & reserves.
  - Wanneer kapitaal & reserves in het voorgaande jaar reeds op peil waren, kan een zeer hoog percentage van het resultaat als dividend worden uitgekeerd.
- De relatieve prioriteit van verdere bufferopbouw bij beleidsvariant II verschuift naar iets meer prioriteit voor bufferopbouw bij DNB ten koste van het dividend:
  - Zolang er een buffertekort is of kapitaal & reserves niet op hun doelomvang zijn kan (maximaal) 100% van het resultaat naar de buffers van DNB en is er geen dividend.
  - Wanneer er geen buffertekort is en kapitaal & reserves op peil zijn gebracht, maar de risico's onder voorziening nog niet gedekt zijn kan 50% van het resultaat naar de buffers en is er 50% dividend.
  - Wanneer kapitaal & reserves in het voorgaande jaar reeds op peil waren, kan een zeer hoog percentage van het resultaat als dividend worden uitgekeerd.
- Omdat het gewenste niveau van de voorziening en de doelomvang van het kapitaal niet verschillen tussen beleidsvariant I en II, hangt het cumulatieve dividend over een lange periode niet af van de specifieke keuze voor een beleidsvariant.

### *Uitwerking beleidsvarianten I en II*

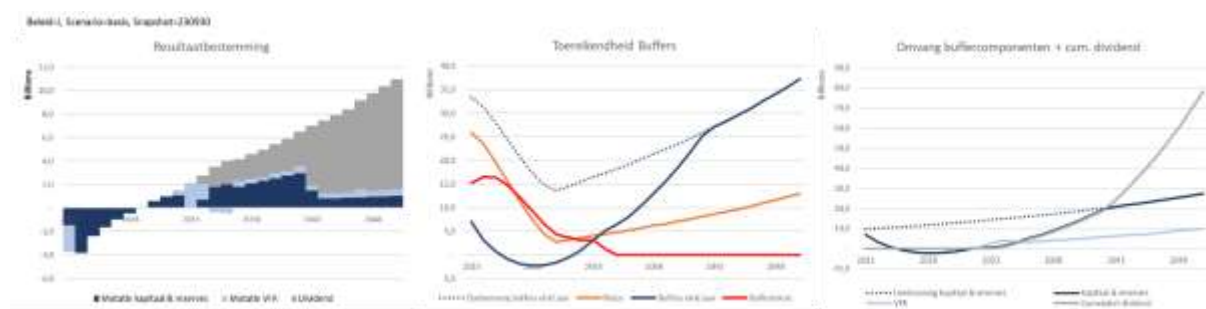
Met doorrekening van scenario's poogt de werkgroep te illustreren hoe de beleidsvarianten uitwerken en waar zij onderling verschillen. Een scenario bevat veronderstellingen over hoe beleidsrentes, de balans en daarmee de risico's van DNB zich ontwikkelen. Een belangrijke kanttekening bij dergelijke scenario's is dan ook dat de onzekerheden toenemen naarmate verder vooruitgekeken wordt en dat in toenemende mate op veronderstellingen wordt geleund. Deze doorrekening dienen dan ook louter ter illustratie van de effecten van het beleid en zijn geen voorspellingen van de toekomstige resultaten van DNB of van toekomstig monetair beleid.

Dat gezegd hebbende, illustreren Figuur 3 en Figuur 4 hoe de beleidsvarianten I en II uitpakken in een gestileerd basisscenario waarin de QE portefeuilles uit de balans van DNB lopen, de

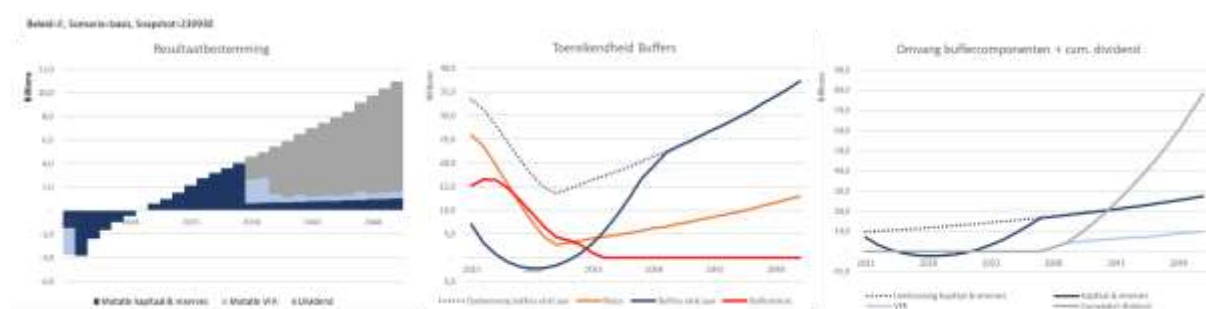
---

<sup>30</sup> Maximaal 50% van het resultaat kan naar de voorziening en 50% van de winst (=25% van het resultaat wanneer 50% van het resultaat naar de voorziening is gegaan) gaat naar kapitaal & reserves. In totaal gaat dan 75% naar de buffers.

beleidsrentes de verwachtingen van de markt volgen en het Eurosysteem op termijn terugkeert naar de kleine balans met een samenstelling zoals in de beginjaren van de euro.



Figuur 3 Beleidsvariant I in het scenario waarin beleidsrentes zich conform de markrentes ontwikkelen



Figuur 4 Beleidsvariant II in het scenario waarin beleidsrentes zich conform de markrentes ontwikkelen

Op grond van dit scenario kan een aantal 'gestileerde feiten' worden vastgesteld:

- 1) DNB heeft tot en met circa 2028 te maken met verliezen en krimpende buffers. Ongeacht welke beleidsvariant gekozen wordt, gaan de keuze voor een kapitaalbeleid pas gevolgen hebben wanneer er weer positieve resultaten zijn. Zolang er verliezen zijn, sorteert een andere keuze voor de omgang met positieve resultaten geen effect.
- 2) Na deze periode van verliezen volgt een periode waarin DNB buffers herstelt door volledige inhouding van jaarresultaten totdat de buffers zover zijn hersteld dat zij alle risico's dekken. Vanaf 2034 geraakt DNB uit een buffertekort en ontstaat onder variant I weer ruimte voor een dividend. De reden dat DNB dan uit buffertekort geraakt is enerzijds herstel van buffers, maar ook lagere risico's dragen substantieel bij.<sup>31</sup>
- 3) In beleidsvariant I moet op enig moment de voorziening worden overgeheveld naar kapitaal & reserves zodat de structurele risico's met kapitaal & reserves worden gedekt en de VFR alleen de risico's onder voorziening dekt. Dergelijke overhevelingen gaan gepaard met een hoger jaarresultaat en tijdelijk hoger dividend (in variant I voor dit scenario in 2035 en 2036).
- 4) In beleidsvariant II bereiken kapitaal & reserves de doelomvang in 2036. Dit is eerder dan onder beleidsvariant I, waar dat punt in 2043 bereikt wordt. Onder beleidsvariant II is dit ook het punt waarop het dividend hervat wordt. In beleidsvariant II is vervolgens nog 2 jaar nodig om de voorziening naar de doelomvang te brengen, waarna de buffers eind 2038 hun doelomvang bereiken. Hierdoor bereiken de buffers onder beleidsvariant II in het basisscenario 5 jaar eerder dan onder beleidsvariant I (2043 vs 2038).
- 5) Op de echt lange termijn maakt het vanuit het perspectief van het cumulatief dividend niet uit welke beleidsvariant wordt gekozen. Dit komt doordat in beide varianten de bufferbehoefte van DNB op dezelfde niveaus verzadigd zijn.<sup>32</sup> In het bovenstaande scenario is de resultaatsbestemming vanaf 2044 identiek.

In Bijlage 2: Alternatieve scenario's doorgerekend zijn voor beide beleidsvarianten nog een viertal aanvullende scenario's gepresenteerd. Dit betreft drie stress scenario's en een scenario waarin de

<sup>31</sup> Een belangrijke reden voor de stijging van het renterisico in 2022 is het feit dat verliezen die in marktwaardeterminen reeds hebben plaatsgevonden door het gebruik van geamortiseerde kostprijs voor obligaties pas met enige vertraging in de buffers tot uiting komen. Omdat DNB in het renterisico alle toekomstige verliezen meeneemt, bestaat het risicocijfer dus enige tijd zowel uit verwachte verliezen van een schok die zich reeds heeft voorgedaan als uit onverwachte verliezen van mogelijke verdere schokken. Het eerste deel loopt eruit zodra de verliezen ook in de buffers gereflecteerd worden.

<sup>32</sup> Cumulatief dividend houdt geen rekening met de tijdwaarde van geld omdat er geen discontering plaatsvindt.

verliezen meevallen. Op grond hiervan zijn nog een aantal aanvullende gestileerde feiten vast te stellen:

- 6) Ook indien DNB geconfronteerd wordt met extra schokken, zoals aanvullende renteverhogingen op de korte termijn (scenario "stress 1") of nog een tweede episode van omvangrijke QE gevolgd door een inflatieschok (scenario "stress 3"), herstellen de buffers van DNB zich op termijn.
- 7) In het geval de beleidsrentes sneller dan de markt inrijst dalen, zullen de verliezen meevallen. Maar zelfs dan lopen de verliezen eerst verder op.
- 8) Het meest uitdagend voor DNB is een langdurige terugkeer naar een rente dichtbij 0% (scenario "stress 2"). Hoewel de tussentijdse ontwikkeling minder uitschieters vertoont dan het eerste en derde stress scenario en buffers jaar-na-jaar groeien, leidt het desalniettemin tot een minder florissant beeld in 2050. In dit scenario zijn de inkomsten uit seigniorage structureel laag en verdient DNB uiteindelijk onvoldoende om de gewenste buffers te vormen.

### Toetsing beleidsvarianten aan beleidsdoelen

Beide beleidsvarianten vinden een vergelijkbare balans tussen de financieel-economische stabiliteit en efficiënte allocatie van publiek middelen. Beide varianten zorgen ervoor dat DNB buffers benodigde buffers opbouwt, maar omdat de opbouw van de marge in kapitaal & reserves iets sneller gaat onder variant II is scoort deze variant op dat aspect hoger. Geen van beide varianten bevat aanvullende maatregelen waardoor positieve uitschieters in resultaten van DNB omwille van de stabilisatie van het dividend tijdelijk opgepot worden. Omdat de varianten hetzelfde, afdoende geachte, doelniveau van buffers hebben scoren ze identiek op het de mate waarin niet-benodigde buffers worden uitgekeerd. Omdat variant I iets dichterbij het kapitaalbeleid 2019 ligt, kan deze variant gezien worden als het beleid met de minste bijstellingen aan het beleid.

### Conclusies

- De werkgroep acht het wijs om uit te gaan van autonoom herstel van de buffers van DNB door de inhouding van toekomstige winsten.
- De beleidsvarianten die de werkgroep hiervoor aanreikt lijken allebei sterk op het kapitaalbeleid 2019. Dit beleid bevat reeds het belangrijkste kenmerk dat de kansen op bufferherstel maximaliseert, namelijk het feit dat DNB alle winsten aan buffers mag toevoegen zolang sprake is van een buffertekort.
- Vanuit de analyse dat het huidige kapitaalbeleid voldoet, wijzigt Beleidsvariant I het minst aan het kapitaalbeleid 2019 en pleegt het alleen noodzakelijk onderhoud, o.a. door consistentie met de statuten van DNB te borgen. Hiervoor kan gekozen worden indien de minister en president het relatieve belang van bufferopbouw en dividend onveranderd willen laten.
- Beleidsvariant II wijzigt de volgorde waarin buffers worden hersteld en de snelheid waarmee een marge in het kapitaal wordt opgebouwd. Deze variant heeft voor DNB communicatief voordelen doordat de permanente buffer eerst wordt hersteld. Ook voorkomt deze variant enige resultaatvolatiliteit omdat er geen periode van overheveling van voorziening naar kapitaal & reserves nodig is. Tot slot kan DNB de buffers in deze variant iets sneller naar de gewenste omvang brengen wat de schokbestendigheid van DNB tussen 2033 en 2043 vergroot. De keerzijde hiervan is dat het langer duurt voordat de overheid dividenden ontvangt.
- Omdat nu de opgetreden financiële schok nog vele jaren natrilt in de financiën van DNB en er substantiële onzekerheden zijn over de aanpassingen in de monetaire gereedschapskist van de ECB en de uitkomst van de herziening van het operationele raamwerk, adviseert de werkgroep om over vijf jaar nogmaals het kapitaalbeleid te evalueren.

## Suggesties voor de volgende evaluatie kapitaalbeleid DNB

Zoals eerder in dit rapport aangegeven heeft de werkgroep een breed spectrum aan externe veranderingen besproken en nagedacht of deze aanleiding zijn voor eventuele verdere aanpassingen aan het kapitaalbeleid. Op vele punten is voor de huidige evaluatie onvoldoende noodzaak en teveel onzekerheid om ze nu concreter te adresseren. Het economische landschap, en daarmee de DNB balans, kan er over vijf jaar echter anders uit zien. Het is aannemelijk dat dan bijvoorbeeld duidelijk is hoe groot de verliezen door de huidige beleidsrenteverhogingen daadwerkelijk zullen zijn en welk economisch klimaat heerst wanneer de huidige inflatie is bestreden. De werkgroep geeft haar opvolgers daarom ter overweging mee om een aantal onderwerpen over vijf jaar te evalueren. Mochten er in de tussentijd sprake zijn van grote economische schokken die impact hebben op de mogelijkheid om de buffers van DNB via het inhouden van jaarresultaten te herstellen, dan kan de volgende werkgroep al eerder samenkomen voor een evaluatie.

Ten eerste raadt de werkgroep haar opvolgers aan te onderzoeken wat de impact van de *Review of the Operational Framework* op de balans, zoals een eventuele structurele portefeuille, en winstgevendheid van DNB is geweest en te analyseren of eventueel een fundamentele verschuiving van risico's heeft plaatsgevonden. Daarbij kan de werkgroep evalueren of de optie van het herkapitaliseren van DNB wenselijk wordt geacht in het licht van de dan geldende economische omstandigheden en winstverwachtingen.

Ten tweede kan de werkgroep kijken naar de impact van het permanent aan de monetaire gereedschapskist toevoegen van het monetaire verruimingsinstrument QE in 2021 en of een digitale euro is geïntroduceerd.

Als derde punt kan de werkgroep onderzoeken of de methodiek voor de doelomvang van het kapitaal nog altijd passend is. Allereerst is de vraag daarbij of kapitaal & reserves ter grootte van 1,1% van het BBP nog altijd passend zijn. Als de feitelijke doelomvang teveel hiervan afwijkt, kan de berekening van de groefactor van het kapitaal nogmaals herijkt worden (voor geleidelijke convergentie) of kan de doelomvang van het kapitaal eenmalig worden bijgesteld (voor snelle convergentie).

Ten vierde kan de werkgroep kijken naar de rol van kapitaal & reserves en de voorziening in de totale buffers. Zo kunnen de risicotypes waarvoor DNB een voorziening aanlegt worden heroverwogen. De huidige werkgroep heeft kort besproken om de scope van de voorziening uit te breiden naar dekking van alle risico's. Door (vrijwel) alle risico's te dekken met de voorziening legt DNB meer buffers aan. Omdat de aandeelhouder in die situatie meer buffers bij DNB toestaat, zou de aandeelhouder op de lange termijn minder dividend ontvangen.

Ten vijfde kan de werkgroep kijken naar de wijze waarop andere centrale banken zijn omgegaan met het gematerialiseerde renterisico op hun balans. De meeste centrale banken hebben te maken met een vergelijkbare situatie met DNB. Hoewel van sommige centrale banken eind 2023 al bekend is welke aanpak zij voornemens zijn te hanteren, hebben niet alle NCB's in de eurozone publiek gemaakt hoe zij zullen handelen als de situatie zich voordoet.

In het geval de minister van Financiën en president van DNB op dit moment besluiten de beleidsvariant I te kiezen, dan vindt de werkgroep het passend om bij de volgende evaluatie nogmaals de argumenten omtrent de andere volgorde van opbouw van voorziening en kapitaal & reserves uit beleidsvariant II te wegen.



## Bijlagen

### Bijlage 1: Taakopdracht werkgroep Evaluatie Kapitaalbeleid DNB 2023<sup>33</sup>

#### **Probleemstelling**

Het doel van dit project is om het huidige kapitaalbeleid te evalueren. Daarbij is het wenselijk dat er nieuwe beleidsopties verkend worden om te zorgen dat alle voorzienbare winst- en verliesscenario's gedekt worden. Randvoorwaarden hierbij zijn dat evaluatie zich richt op de ontwikkelingen sinds 2018, dat de herziene beleidsvarianten consistent zijn met de onafhankelijkheid van DNB ten aanzien van haar stelseltaken en dat sprake is van een efficiënte inzet van publieke middelen.

#### **Onderzoeksvragen**

Vragen die tijdens het onderzoek aan de orde komen, zijn:

##### Governance/institutionele context

- Hoe werkt de strategieherziening van het Eurosysteem uit 2021 door in het kapitaalbeleid van DNB? Wat zijn de implicaties van het permanent toevoegen van de onconventionele maatregelen aan de monetaire gereedschapskist voor de buffers die DNB aanhoudt?
- Welke formele eisen worden er gesteld aan de buffers (kapitaal, reserves en Voorziening Financiële Risico's) van DNB? Inclusief eisen aan de ondergrens van buffers vanuit het Eurosysteem.

##### Naderende verliezen

- Hoe worden de naderende verliezen veroorzaakt, in hoeverre waren deze voorzien(baar), en in hoeverre was het kapitaalbeleid hier op toegerust?
- Hoe verhoudt dit zich tot de ontwikkelingen bij andere centrale banken binnen en buiten het Eurosysteem?
- Wat betekent een laag of negatief kapitaal voor het functioneren van DNB, de financiële stabiliteit en de werking van het monetaire beleid?

##### Kapitaalbeleid

- Hoe hebben de balans en risico's van DNB zich ontwikkeld sinds 2019?
- Hoe heeft het huidige kapitaalbeleid bijgedragen aan adequate buffervorming?
- Hoe kunnen buffers worden hersteld? Wat is de rol van 1) toekomstige winsten en 2) de Staat als aandeelhouder bij een langdurige situatie van een negatief kapitaal?
- Zijn er andere ontwikkelingen die aanleiding zijn om het kapitaalbeleid aan te passen?

##### Beleidsvarianten

- Met welke scenario's dient rekening gehouden te worden? Welke consequenties hebben die scenario's dat voor het kapitaalbeleid?
- Wat kunnen we leren van de belangrijkste peers (AT, BE, DE, FI, FR) in het Eurosysteem? Inclusief verschillen in omstandigheden en mogelijkheden tot de opbouw van buffers tussen DNB en andere NCB's.
- Wat zijn relevante criteria om beleidsvarianten te beoordelen?
- Welke beleidsvarianten zijn er gegeven de relevante wet- en regelgeving? En wat is de gewenste doelopbouw en -omvang van de buffer?

##### Proces

De werkgroep bestaat uit vertegenwoordigers van DNB en het ministerie van Financiën.

De werkgroep vraagt ten minste een onafhankelijke expert om inbreng. Deze expert geeft een schriftelijke toelichting op zijn of haar inbreng. Ook gaat de expert in op de kwaliteit van de bevindingen van de werkgroep. Deze toelichting wordt als bijlage bij het rapport opgeleverd.

---

<sup>33</sup> Verzonden aan het parlement op 20 december 2022

De werkgroep streeft er naar om, gegeven onderstaande werkafspraken, in consensus samen te werken. Het eindrapport wordt in principe voor het zomerreces van 2023 opgeleverd. Mochten externe ontwikkelingen daar aanleiding toegeven is enig uitstel mogelijk. Vergaderingen vinden in principe eens per maand online plaats, waarbij de kick-off en de laatste fysiek plaatsvinden. Dit project wordt uitgevoerd volgens de volgende werkafspraken:

- De werkgroep dient niet over te gaan tot een beoordeling van de wenselijkheid van de beleidsvarianten. De verantwoordelijkheid daarvoor ligt bij de minister van Financiën en de president/directie van DNB.
- De werkgroep kan de beleidsvarianten toetsen aan (voor het desbetreffende onderzoek relevante) criteria zonder een eindoordeel te geven over de door de werkgroep gewenste voorkeursvariant.
- De werkgroep moet zorg dragen voor een evenwichtige, feitelijke en neutrale presentatie van de effecten van het bestaande beleid en van de beleidsvarianten.

## Bijlage 2: Alternatieve scenario's doorgerekend

Economische omstandigheden die zich voordoen hebben weerslag op beleidsrentes en marktrenten en balans van DNB. De resultaten van DNB - en de allocatie daarvan naar buffers en dividenden - hangen sterk af van deze toekomstige ontwikkelingen. Om deze afhankelijkheid te illustreren presenteert de werkgroep voor beide beleidsvarianten een viertal extra scenario's. Het betreft drie scenario's waarin een extra vorm van stress zit ten opzichte van het in de hoofdtekst gepresenteerde basisscenario en één scenario waarin de verliezen van DNB kleiner uitpakken. Net als voor het in de hoofdtekst getoonde basisscenario geldt ook voor deze scenario's uitdrukkelijk dat het geen voorspellingen betreffen van beleid in specifieke omstandigheden. De scenario's zijn louter bedoeld zijn om te illustreren hoe de beleidsvarianten uitwerken in scenario's die materieel verschillen van het basisscenario. Net als het basisscenario nemen de alternatieve scenario's de situatie per eind september 2023 als uitgangspunt.

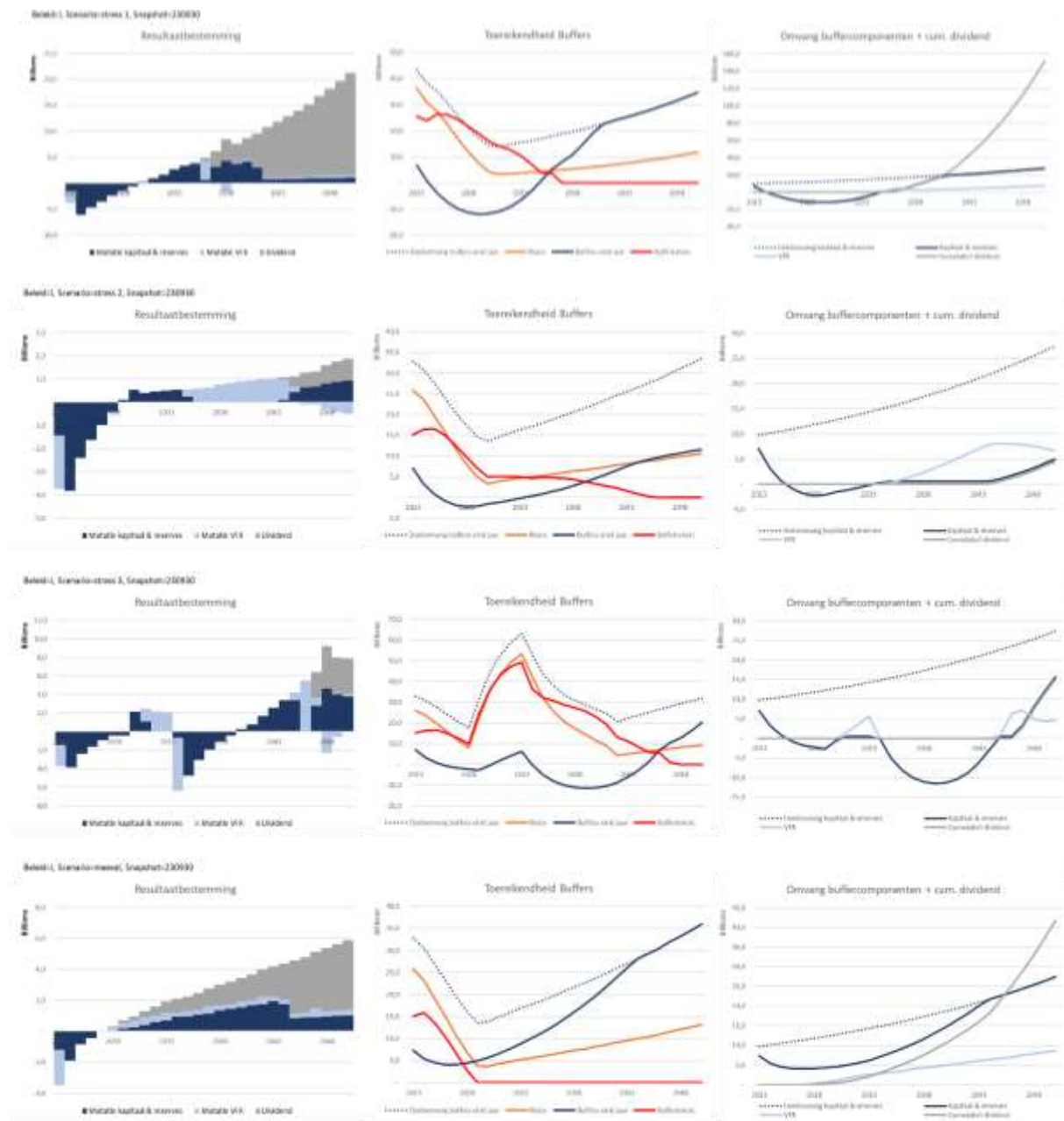
<b>Scenarionaam</b>	<b>Omschrijving</b>
Stress 1	Een scenario met fors meer beleidsrenteverhogingen om de huidige inflatie te bestrijden. Hierop volgen hogere verliezen voor DNB en een hogere neutrale rente op de langere termijn
Stress 2	Een scenario waarbij op het slechtst mogelijke moment de rente wederom naar een zeer laag niveau gaat.
Stress 3	Een scenario waarbij op het slechtst mogelijke moment de rente wederom naar een zeer laag niveau gaat, vervolgens wederom QE wordt ingezet én daarna nog een periode van hoge inflatie en verliezen volgt.
Meeval	Een scenario waarin sneller dan de markt verwacht wordt teruggebracht waardoor de verliezen kleiner zijn

Tabel 5 Beschrijving van alternatieve scenario's

Bij elk scenario worden drie grafieken getoond voor de periode 2023-2050 (zie Figuur 5 en Figuur 6). De eerste grafiek betreft de allocatie van het resultaat naar de mutatie van de voorziening, de mutatie van kapitaal en het dividend in elk boekjaar. De derde grafiek toont dezelfde gegevens, maar dan vanuit cumulatief perspectief sinds 2023. De tussenliggende grafiek geeft inzicht in de risico's en buffers van DNB. Deze grafiek toont bovendien of sprake is van een buffertekort, dat wil zeggen de mate waarin de risico's eventueel de buffers overschrijden. Ook laat de grafiek zien of de buffers hun gewenste niveau hebben bereikt door inzichtelijk te maken wat de doelomvang van de buffers is.

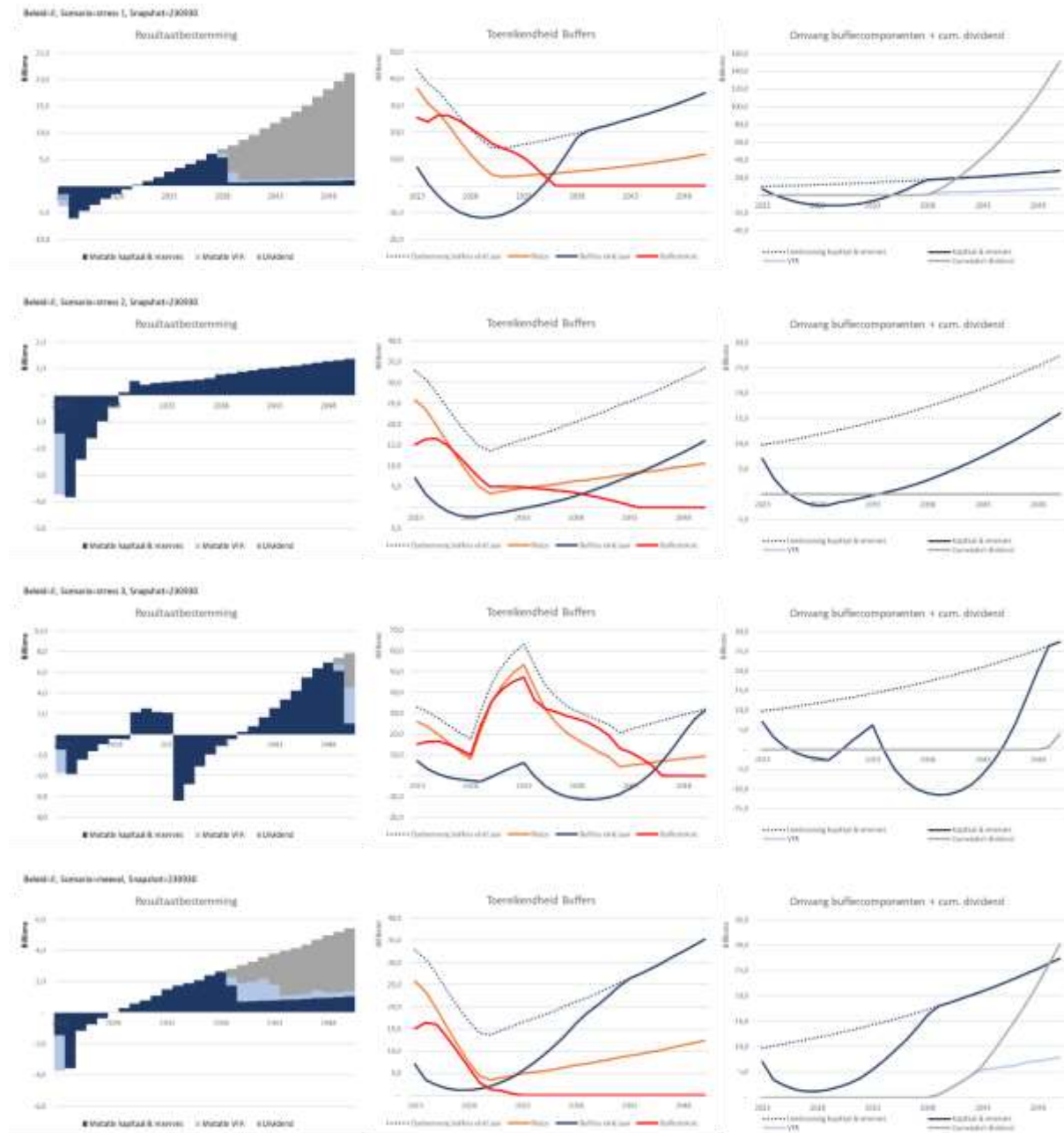
# Beleidsvariant I

Figuur 5 Resultaatbestemming en toereikendheid buffers voor beleidsvariant I in vier alternatieve scenario's



## Beleidsvariant II

Figuur 6 Resultaatbestemming en toereikendheid buffers voor beleidsvariant II in vier alternatieve scenario's



### Bijlage 3: Samenstelling werkgroep

#### DNB

Aerdt Houben, divisiedirecteur Financiële Markten (co-voorzitter)

Bastiaan Postma, divisiedirecteur Finance & Risk

Silvia Caserta, afdelingshoofd Risicomanagement

Jan Smit, senior risk manager (co-secretaris)

#### Ministerie van Financiën

Heleen van Gorcum, plv. directeur directie bestuursondersteuning en advies (co-voorzitter)

Mark Kruidhof, afdelingshoofd financiële stabiliteit, Generale Thesaurie

Allard Postma, afdelingshoofd begrotingsbeleid, Directoraat van de Rijksbegroting

Ellis Stolwijk, plv. afdelingshoofd beleidscontrol, Directie Financieel Economische Zaken

Ivo Specker, coördinerend beleidsmedewerker Agentschap, Generale Thesaurie

Wouter Douwenga, bestuursadviseur directie bestuursondersteuning en advies (co-secretaris)

### Expert Notitie

Deze notitie bevat mijn visie op het rapport van de werkgroep Evaluatie Kapitaalbeleid DNB.

De werkgroep is samengesteld uit vertegenwoordigers van het ministerie van financiën en DNB. De recente rentestijgingen hebben materiële gevolgen voor het dividendbeleid van DNB en daarmee voor de overheidsbegroting. Vanwege deze ontwikkelingen is de werkgroep eerder dan afgesproken aan de slag gegaan.

In deze notitie ga ik in op de budgettaire implicaties en de fluctuaties in de buffers met aandacht voor de bijbehorende risico's. Voor een goed begrip zet ik eerst kort uiteen wat monetair en budgettair beleid behelzen.

### Monetair en budgettair beleid

In het algemeen zijn budgettaire en fiscale politiek geschikt om de macro economische vraag en het macro economische aanbod te beïnvloeden. Publieke investeringen in scholing of infrastructuur, bijvoorbeeld, bepalen op termijn de kwaliteit van het macro economisch aanbod. Het verlenen van inkomenssteun of fiscale tegemoetkomingen, zoals tijdens de pandemie, stimuleren of steunen de macro economische vraag.

Monetair beleid is vooral geschikt om de macro economische vraag te temperen of aan te jagen. Door een renteverhoging wordt het duurder voor bedrijven om te investeren en duurder voor particulieren om een hypotheek af te sluiten. Hierdoor neemt de vraag af. Het omgekeerde is het geval als de ECB de rente verlaagt, dan neemt de vraag toe (naar bijvoorbeeld machines en huizen).

Er zijn enkele belangrijke verschillen tussen het monetaire- en het budgettaire instrument. Rentebeslissingen kunnen snel worden genomen, maar budgettaire en fiscale beslissingen vergen tijd, bijvoorbeeld vanwege de benodigde implementatie in wetgeving. In een crisissituatie wordt daarom vaak eerst het monetaire instrument ingezet. Budgettaire maatregelen kunnen wel makkelijker op een specifiek probleem worden toegesneden (zoals de huursubsidie doet). Terwijl monetaire maatregelen in de vorm van rentestappen generiek zijn, omdat ze de hele economie raken.

Een ander verschil hangt samen met de specifieke opzet van de eurozone. In de eurozone wordt monetair beleid centraal bepaald. Maar het budgettaire instrument berust bij de verschillende nationale overheden. De idee hierachter is dat land-specifieke schokken met het budgettair-fiscale instrumentarium kunnen worden aangepakt, terwijl eurozone brede schokken eerder op het bordje van de ECB thuis horen. Tijdens de pandemie bijvoorbeeld reageerde eerst de ECB in maart 2020 met steunaankopen, later gevolgd door land-specifieke steunmaatregelen en het EU brede pandemie fonds (besluit juli 2020, uitvoering volgde pas nadat landen hun plannen hadden ingediend).

Er is nog een belangrijk verschil tussen beide instrumenten qua effectiviteit. Als de (nominale) rente dichtbij nul staat, is het monetaire instrument bot. De reden is dat de rente door de ECB niet veel lager dan nul kan worden gezet. Bij een negatieve rente moeten houders van een bankdeposito gaan betalen voor het aanhouden van de tegoeden. Het publiek heeft dan de neiging om geld van de bank te halen, omdat het aanhouden en gebruik van munten en bankbiljetten 'kosteloos' is. Maar dit zorgt voor ongewenste instabiliteit bij de commerciële banken. Bij een lage nominale rente is juist het budgettaire instrument effectiever in het stimuleren van de economie.

In het geval van een eurozone brede malaise bij een zeer lage rentestand is coördinatie vereist van de EU-ministers van financiën om de economie gezamenlijk te stutten. Deze coördinatie is niet altijd gemakkelijk te bereiken, bijvoorbeeld omdat landen er verschillend voor staan. Er wordt dan naar de ECB 'gekeken'. Maar sinds 2014 stond de ECB-depositorente al onder nul. De 10-jaars rente in Nederland was ook al jaren dalende. De beleidsrente nog verder verlagen was geen optie. Dit was een belangrijke reden voor de ECB om in 2015 over te gaan tot de aankoop van staatsobligaties om op deze indirecte wijze de euro economie te stimuleren. Deze aankopen worden 'Quantitative Easing' (verder QE) genoemd.

## QE balanseffecten

Er zijn twee episodes van QE geweest. De eerste begon in 2015, de tweede volgde naar aanleiding van de pandemie. Dit heeft de balansen van de centrale banken doen zwellen met staatsobligaties. Inmiddels is met de afbouw begonnen. Vanaf het begin was duidelijk dat het inzetten van QE gevolgen heeft voor de overheidsbegroting en de balansen van DNB en ECB. Het IMF spreekt dan ook van 'Quasi-Fiscal Implications' (IMF, WP/23/114, juni 2023). Moeilijk genoeg vallen de voordelen eerst en volgen de nadelen pas (jaren) later. Terwijl bij normaal rentebeleid de voordelen en nadelen in hetzelfde jaar tenminste voor een deel tegen elkaar wegvallen.

Dat zit zo. Door de aankopen van overheidsobligaties door de ECB daalt de rente (stijgt de obligatieprijs) die de overheid moet vergoeden op die obligaties. De schatkist heeft hier een aanzienlijk rentevoordeel van gehad bij de uitgifte van nieuwe staatsleningen in de periode 2014 – 2021.

De nadelen van de QE aankopen worden zichtbaar op het moment dat de ECB de beleidsrente verhoogt. De ECB doet dit sinds een jaar om de economie af te remmen en daarmee de inflatie te laten dalen (door verminderde vraag). Met het QE beleid heeft de ECB echter veel liquiditeiten gecreëerd, die nog steeds bij commerciële banken op de balans staan. Banken houden deze liquiditeiten per definitie aan in de vorm van centrale bank-reserves bij het Eurosysteem. Hierop wordt nu de verhoogde beleidsrente vergoed. Maar omdat de opgekochte staatsobligaties een laag rendement geven, maken de centrale banken tijdelijk verlies (het verschil tussen de huidige beleidsrente en het rendement op de opgekochte staatsobligaties).

Om meerdere redenen is het moeilijk om vast te stellen hoe groot het initiële voordeel van het rentedrukkend effect precies is geweest en hoe groot de nadelen nog zullen zijn. De ECB heeft wel een poging ondernomen om het voordeel te berekenen, zie 'Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve' (ECB, WP2293, juli 2019, met latere update in de lezing van P. Lane voor de SUERF conferentie van oktober 2022). De ECB heeft het rentevoordeel geschat met behulp van een yield curve. Deze yield curve is geconstrueerd door het gemiddelde te nemen van 10-jarige (zero- coupon) yields op de vrij verkrijgbare staatsobligaties van de vier grootste eurolanden (de vrij verkrijgbare staatsobligaties vormen de zogeheten free-float). De ECB concludeert dat het rentevoordeel van QE tussen de 50 en 160 basispunten heeft gelegen.

Maar omdat de Italiaanse free-float groter was dan de Duitse free-float en het rentedrukkend effect van QE aankopen voor Italië groter was dan voor Duitsland, wegen de effecten van Italiaanse yields in de schattingen zwaarder door. Met andere woorden, de effecten voor Duitsland van het rentedrukkend effect waren kleiner dan de compressie van de yield curve suggereert. Omdat de Nederlandse rente in de buurt van de Duitse rente bewoog, geldt ook dat het rentevoordeel voor Nederland kleiner was. Bovendien is moeilijk vast te stellen welk deel van het rentedrukkend effect direct is toe te schrijven aan het QE beleid van de ECB en welk deel van het rentedrukkend effect is toe te schrijven aan externe factoren.

Hoewel het dus niet goed mogelijk is om een precieze schatting te geven van het genoten rentevoordeel, kunnen we wel de orde van grootte aangeven. Neem voor Nederland een rentevoordeel aan de onderkant van de ECB-bandbreedte. Stel bijvoorbeeld dat de 10-jarige rente door QE 80 basispunten lager lag dan zonder QE aankopen het geval zou zijn geweest. Over de ongeveer 280 mrd nieuw uitgegeven staatsschuld in de periode 2015-2022 met gemiddelde looptijd van 10 jaar, geeft dit een rentevoordeel voor de staatskas in de orde van 20 mrd. De omvang van dit voordeel zou dan min of meer wegvallen tegen de omvang van de verliezen waar DNB in de verschillende scenario sets rekening mee houdt (zie verder). Dit is vergelijkbaar met normaal rentebeleid waar de voor- en nadelen nog in hetzelfde jaar tegen elkaar wegvallen.

In de periode van QE is uit voorzorg een kleiner deel van de winst als dividend aan de staat overgemaakt. Een deel van de winst is gereserveerd in een voorziening als dekking voor verliezen mocht de rente weer gaan stijgen. In de QE periode werd de winst van DNB ook gedrukt door de toen toch al lage rente. Als de ECB in plaats van QE alleen het rente-instrument had kunnen inzetten, dan was de winst van DNB nog lager geweest (maar zou er voor de staat nog wel een financieringsvoordeel blijven). Veel centrale banken varen op de zogeheten Taylor-regel die aangeeft hoeveel de beleidsrente moet zakken om vraaguitval tegen te gaan. Stel dat de ECB de rente op basis van deze regel niet op -0,5% maar op -1,5% had gezet. De voordelen voor de staat (lagere financieringskosten) waren dan echter wel in dezelfde periode gedeeltelijk tegen de nadelen (minder winstafdracht door DNB) weggelopen.



Het probleem van QE voor de staat schuilt dus in het volgtijdelijke karakter, van eerst de voordelen, dan pas de nadelen. DNB heeft hier tijdig voor gewaarschuwd. In overleg met het ministerie is voor de gevolgen van QE daarom een voorziening getroffen om de fluctuaties voor de overheidsbegroting te dempen. Maar niet kon worden voorzien dat er zich een pandemie zou voordoen, gevolgd door een oorlog. De omvang van de afgesproken buffer was niet berekend op de omvangrijke nieuwe QE aankopen ten gevolge van de pandemie. Ook was onvoldoende rekening gehouden met inflatie die als gevolg van de oorlog zo snel en hoog zou oplopen. Hierdoor materialiseerden de kosten van QE sneller en hoger dan verwacht.

De ECB is niet de enige centrale bank die actief QE beleid heeft gevoerd. Veel andere centrale banken zoals de Federal Reserve (Fed) uit de VS en de Bank of England (BoE) hebben dit instrument ingezet. Ook de Fed en de BoE en verwachten voor de komende jaren omvangrijke verliezen. De Fed zal de komende jaren daarom geen dividend uitkeren aan de Amerikaanse overheid totdat de verliezen zijn weggewerkt. Hetzelfde geldt voor de Bundesbank, DNB, ECB en hun aandeelhouders. Hoe erg is dit alles?

### Perspectief

De kosten van QE kunnen zo hoog oplopen dat een centrale bank tijdelijk negatief vermogen heeft. Een centrale bank is echter geen commerciële bank. Bij een commerciële bank met een tekort aan kapitaal behoort een bank-run tot de grote bedreigingen. Maar deze dreiging is afwezig bij centrale banken. Zolang het publiek vertrouwen heeft in het gebruik van de eigen valuta, kan de centrale bank haar monetair beleid uitvoeren, ook al is het vermogen (tijdelijk) negatief. Men kan stellen dat het kapitaal van de centrale bank het vertrouwen van het publiek is; in feite een soort van goodwill. Vanuit het perspectief van een geconsolideerde balans van centrale bank en staat is duidelijk, dat de centrale bank zelfs zonder kapitaal kan opereren (omdat de staat garant staat). Bovendien brengt monetair beleid de staat over de tijd meer op dan dat het kost. Met de uitgifte van bankbiljetten maakt een centrale bank winst doordat zij hiermee rentedragende activa kan aankopen. Deze winst wordt seignorage genoemd.

Er is nog een belangrijke observatie. Ook in het geval van normaal rentebeleid zonder het QE instrument zijn er budgettaire implicaties. Want rente veranderingen betekenen altijd dat de overheid duurder of goedkoper uit is met de financiering van haar budgettekort. Echter, in het geval dat geen gebruik wordt gemaakt van QE zijn de gevolgen van het rentebeleid wel zichtbaar op de overheidsbegroting en zijn deze minder of niet zichtbaar op de balansen van ECB of DNB. Bij normaal rentebeleid lopen de effecten min of meer direct via de overheidsbegroting. Dit was bijvoorbeeld het geval in het pre-euro tijdperk.

Dat monetair beleid altijd budgettaire implicaties heeft, roept de vraag op hoe dit zich verhoudt tot het Verdrag van Maastricht. Het verdrag brengt een heldere rolverdeling aan tussen de ECB die verantwoordelijk is voor monetaire beleid en de verschillende overheden die verantwoordelijk zijn voor het budgettaire en fiscale beleid. In dit verdrag is de ECB op afstand gezet om haar monetaire doelstelling van lage inflatie na te kunnen streven zonder daarbij gehinderd te worden door politiek budgettaire overwegingen.

In het VK ligt dit bijvoorbeeld iets genuanceerder. Ook daar is de BoE sinds eind jaren negentig onafhankelijk met betrekking tot monetair beleid voor wat betreft het gebruik van het rente-instrument. Maar voor het op grote schaal aankopen van staatsobligaties vraagt de BoE voorafgaand instemming aan de minister van financiën, vanwege de budgettaire implicaties (in de zin dat de schatkist garant staat voor eventueel op te lopen verliezen); zie W. Allen, 'Quantitative Easing and the independence of the Bank of England' (National Institute Economic Review, 241, augustus 2017, R65-R69).

Zoals is gesteld heeft monetair beleid altijd budgettaire implicaties. Dit betekent in het licht van het verdrag van Maastricht dat er een stilzwijgende overeenkomst is om geen overmatig gebruik te maken van de monetaire instrumenten zoals QE. Bij de eerste QE ronde, bijvoorbeeld, legde de ECB zichzelf expliciete aankooprestricties op (gebaseerd op de kapitaalsleutel van de nationale centrale banken). Maar in de tweede QE ronde vergunde de ECB zichzelf wel meer flexibiliteit.

Evenzo geldt voor het gebruik van de nationale budgettaire instrumenten om geen overmatige uitgaven te doen of te veel schuldfinanciering aan te gaan. De afspraken hierover staan in het SGP (stabiliteit- en groeipact). Deze afspraken zijn wel expliciet geformuleerd, maar hieraan wordt niet gehouden. In dit licht is het dan goed om de volgende punten te bedenken: 1) dat andere grote

centrale banken als de Fed en de BoE met dezelfde gevolgen van het inzetten van QE te maken hebben; 2) dat er eerst duidelijk voordelen voor de overheidsbegroting zijn geweest; en 3) dat er altijd gevolgen zijn van monetaire beleidsbeslissingen voor de rijksbegroting, ook als er geen sprake is van QE.

Tevens zij nog opgemerkt dat de opbrengsten en kosten van QE in bovenstaande indicatieve berekeningen niet zijn verdisconteerd. De gestegen rente maakt dat de genoten voordelen contant gemaakt naar het heden groter zijn ten opzichte de te verwachten (verdisconteerde) toekomstige verliezen.

Om de gevolgen van QE en de rente verhogingen in perspectief te plaatsen, bespreken we kort de situatie van een aantal andere centrale banken. De Fed van de VS verwacht momenteel dat het cumulatieve verlies kan oplopen tot USD 130 mrd en medio 2027 weer is verdwenen. Rondom dit basisscenario bestaat een aanzienlijke onzekerheid. Ook de BoE lijdt forse verliezen op haar aankopen van Britse staatsobligaties. De beschikbare ramingen suggereren dat de staat in de komende jaren GBP 170-320 mrd moet compenseren aan verliezen die de BOE lijdt op haar QE aankopen, terwijl de eerdere voordelen 123,8 mrd bedroegen.

Over 2022 rapporteert de Zwitserse centrale bank (SNB) verliezen ter grootte van CHF 132,5 mrd (EUR 133,1 mrd). Door het verlies is het eigen vermogen van de SNB afgenomen van CHF 204 mrd naar CHF 66 mrd. Dit ondanks het feit dat SNB geen actief QE beleid heeft gevoerd, maar wel een actief wisselkoers stabilisatiebeleid kent. Zodat indirect het QE beleid van de ECB de SNB tot actie dwong. Door aankopen van buitenlandse valuta zwol de balans van de SNB en daarmee de reserves van de commerciële banken bij de SNB. De Deense centrale bank rapporteert een verlies van DKR 8,6 mrd (EUR 1,2 mrd) in 2022 door hogere rentes en lagere aandelenprijzen. Ondanks deze verliezen blijven de reserves met DKR 73,1 mrd positief. Voor informatie over andere centrale banken uit het euro systeem, zie de notitie "Raising Rates with a large Balance Sheet", (IMF, WP/23/145, juli 2023).

#### Risico en Buffers

De conclusie uit het voorgaande is dat indien het rente-instrument of QE proportioneel wordt ingezet, er altijd overzienbare gevolgen zijn voor de rijksbegroting. Maar dit betekent niet dat dit altijd even makkelijk is voor de minister van financiën. Bij QE doet het probleem zich voor dat de voordelen eerst komen en de nadelen voor de begroting zich pas later materialiseren. Over langere periodes middelen de budgettaire voor- en nadelen zich uit. Maar vanwege het kasstelsel dat de overheid hanteert, betekent dit wel dat het moeilijk is om hiermee rekening te houden. Het zorgt voor schokken op de rijksbegroting. Om hieraan tegemoet te komen is indertijd afgesproken dat de DNB een deel van de winst reserveert in een voorziening, om de latere nadelige gevolgen van een rentestijging op te kunnen vangen. Tot 2022 heeft dit beleid naar verwachting gefunctioneerd.

Maar hoewel in 2018 een inschatting is gemaakt van de wenselijke omvang van de voorziening, zat hierin niet het scenario van een pandemie gevolgd door een oorlog. Vandaar dat de toen aangelegde buffer onvoldoende zal blijken om de komende verliezen op te vangen. Om deze reden valt te verwachten dat DNB een aantal jaren geen dividend uit zal keren, totdat de verliezen zijn goedge maakt.

De omvang van de voorziening stoelt op de risico berekeningen die DNB uitvoert. Zij onderscheidt marktrisico, kredietrisico en renterisico. Het marktrisico en kredietrisico worden in lijn met de standaard methodologie volgens de akkoorden van Bazel berekend (overeenkomstig de methodologie die geldt voor commerciële banken). Deze zijn voor DNB verhoudingsgewijs beperkt van omvang. Het kredietrisico, bijvoorbeeld, impliceert een bepaalde risicopremie op de portefeuille met Nederlandse staatsobligaties. Een hogere premie betekent dat de staat minder zal ontvangen op een nieuw uit te geven obligatie, terwijl de DNB bij opkoop van die obligatie minder hoeft te betalen. De twee salderen dus, zodat vanuit het perspectief van de gezamenlijke inkomsten van staat en DNB er geen gevolgen zijn.

Vanwege de omvangrijke QE aankopen is het renterisico het grootste risico. Dit risico wordt met behulp van scenario analyse in kaart gebracht. Het basisscenario gebruikt de huidige marktverwachtingen (rente ontwikkelingen op basis van de 'forward-curve'). Daarnaast zijn er drie stress scenario's. Het eerste stress scenario gebruikt de marktverwachtingen met daarboven een opslag van 200 basispunten. Het tweede stress scenario gaat er van uit dat de rente op het meest

ongunstige moment terugloopt en laag blijft. Het laatste stress scenario modelleert een derde QE aankoopgolf tussen 2029-2033. In het laatste scenario raakt het dividend van DNB voor langere tijd uit zicht. Gegeven de onverwachte tweede ronde van QE vanwege van de pandemie, lijkt het prudent om de mogelijkheid van de derde ronde QE als scenario op te nemen. Dit ondanks het feit dat er op dit moment geen aanwijzingen zijn dat zich zoets onvoorspelbaars als een pandemie gaat voordoen. Maar economische ontwikkelingen zijn moeilijk te voorspellen en bovendien heeft de ECB zelf een belangrijke lepel in de pap bij het bepalen van de rentestanden (rentestanden zijn endogeen). Ten laatste is er een positief scenario met een snelle rentedaling als gevolg van een sneller dan verwachte disinflatie. Samenvattend geven de scenario's goed weer wat zich mogelijk voor kan gaan doen, zowel in negatieve maar ook in positieve zin. Maar de kansen waarmee bepaalde scenario's zich kunnen voordoen zijn moeilijk te geven.

Naast deze standaard risico's, speelt er nog een risico op termijn. Gewoonlijk haalt de ECB winst op de uitgifte van bankbiljetten (kortweg cash), zie boven. De vraag is hoe lang de samenleving nog cash blijft gebruiken. Sinds de jaren vijftig is het gebruik van cash in het Nederlandse betaalverkeer gedaald van ongeveer 50% naar minder dan 10%. Steeds meer betalingen verlopen elektronisch via bankrekeningen. Hoewel deze daling minder is in andere eurolanden, kan een dergelijke ontwikkeling de winstgevendheid van de ECB aantasten. De uitgifte van een digitale euro zou de afname van het cash gebruik mogelijk kunnen compenseren. Dit is niet de enige uitweg, de ECB kan banken verplichten meer reserves aan te houden tegen een lage vergoeding. Het is echter moeilijk in te schatten hoe omvangrijk het risico van veranderende betaalgewoonten is. Overigens worden risico's omtrent nog mogelijk te activeren instrumenten zoals OMT en TPI niet expliciet tot uiting gebracht. Waarschijnlijk omdat het mogelijk gebruik en de mate daarvan niet is te voorzien. Maar het activeren van deze instrumenten behoort wel tot de mogelijke risico's. Dit geeft extra gewicht aan het belang van het derde stress scenario.

Resumerend, de hoogte van de wenselijke buffer is niet eenvoudig vast te stellen. Niet alleen omdat er zich altijd situaties voor kunnen doen die ernstiger zijn dan waarmee rekening is gehouden, maar ook omdat een buffer vanuit de rijksbegroting bezien geld is dat niet wordt gebruikt. Te omvangrijke buffers zijn dan ook niet wenselijk.

De werkgroep geeft twee varianten hoe om te gaan met het vullen van de voorziening en herstel van kapitaal en reserves. In beide varianten moet eerst een negatieve algemene reserve (onderdeel van het kapitaal en reserves) door winsthouding worden weggewerkt. Volgens de eerste variant wordt daarna de huidige methodiek gevolgd, waarbij eerst de voorziening op peil wordt gebracht en daarna de hoeveelheid kapitaal en reserves. De tweede variant draait dit om en brengt eerst kapitaal en reserves naar haar doelomvang. Bovendien wordt voorgesteld om de groeivoet naar de doelomvang van kapitaal en reserves bij te stellen. Dit is conform eerder gemaakte afspraken.

Onder de eerste variant kan zich de eigenaardigheid voordoen dat een deel van de opgebouwde voorziening moet worden gebruikt om nog ontbrekende kapitaal en reserves aan te vullen (bovendien geeft de vrijval in de voorziening een schok in de winst). In de tweede variant kan dit zich niet voordoen. Deze variant is daarmee voor de buitenwereld misschien makkelijker te volgen. In de tweede variant kan het wel wat langer duren voordat DNB weer kan overgaan met het uitkeren van dividend (daar er in de eerste variant na het wegwerken van de negatieve algemene reserve al 25% van de winst als dividend kan worden uitgekeerd, terwijl in de tweede variant niet alleen het buffertekort verdwenen moet zijn, maar ook kapitaal en reserves op peil moeten zijn). Maar op langere termijn heeft het cumulatieve dividend dezelfde omvang.

Voor beide varianten zijn bovengenoemde (stress-)scenario's doorgerekend en in beeld gebracht. Het derde stress-scenario met later nog een ronde QE is bijvoorbeeld inzichtelijk omdat het laat zien wat de mogelijke gevolgen zijn van zoets onverwachts als een pandemie. Hier doet zich de mogelijkheid voor dat een deel van de opgebouwde voorziening moet worden gebruikt om het nog ontbrekende deel van de doelomvang van kapitaal en reserves aan te vullen (in de eerste variant). Het tweede stress scenario laat zien dat herstel bij een snelle terugkeer naar een langer laag blijvende depositorente in de tweede variant, waarbij eerst kapitaal en reserves worden hersteld, het heel lang kan duren voordat er weer dividend gaat vloeien.

### Conclusie

Het is begrijpelijk dat de huidige verliezen van de DNB vraagtekens oproepen. De verliezen zijn te begrijpen vanuit het feit dat bij QE eerst de voordelen vallen en er daarna de verliezen kunnen

optreden. DNB en ECB staan daarin niet alleen, want ook de andere grote centrale banken hebben dit instrument ingezet en rapporteren nu verliezen. Op termijn worden die verliezen weer goed gemaakt. Maar voor de rijksbegroting is dit een nadeel vanwege het kasstelsel. Vandaar dat er bij DNB een voorziening wordt getroffen sinds de aanvang van QE. Deze buffer moet de fluctuaties in het dividendbeleid afvlakken. Maar de omvang van QE is door de pandemie hoger uitgevallen, zodat er meer tijd nodig is om de voorziening te vullen en het kapitaal te versterken voordat er weer dividend kan vloeien.

Wat de toekomst gaat brengen is onzeker, dit wordt in beeld gebracht met behulp van verschillende scenario's. Het derde scenario houdt er bijvoorbeeld rekening mee, dat zo iets onverwachts als een pandemie zich weer kan voordoen. Al met al geeft de notitie goed inzicht in de implicaties van QE en hoe daarmee kan worden omgegaan. De kwestie vanuit de minister bezien is, welke volatiliteit van winstafdracht toelaatbaar is en hoe hoog de gewenste voorziening kan zijn. Vanuit het oogpunt van DNB heeft het wellicht de voorkeur om eerst het kapitaal te versterken en daarna pas de voorziening op peil te brengen.

November 2023

Prof. Dr Casper G. de Vries

Witteveen leerstoel, Erasmus Universiteit Rotterdam

Raadslid Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid