

# EUR Research Information Portal

Economische en juridische aspecten van de ECB-opkoopprogramma's: Een vervolg

**Publication status and date:**

Published: 15/01/2024

**Document Version**

Publisher's PDF, also known as Version of record

**Citation for the published version (APA):**

Antenbrink, F., Hoogduin, L., Benink, H., Arnold, I., & Fromage, D. (2024). Economische en juridische aspecten van de ECB-opkoopprogramma's: Een vervolg.

[Link to publication on the EUR Research Information Portal](#)

**Terms and Conditions of Use**

Except as permitted by the applicable copyright law, you may not reproduce or make this material available to any third party without the prior written permission from the copyright holder(s). Copyright law allows the following uses of this material without prior permission:

- you may download, save and print a copy of this material for your personal use only;
- you may share the EUR portal link to this material.

In case the material is published with an open access license (e.g. a Creative Commons (CC) license), other uses may be allowed. Please check the terms and conditions of the specific license.

**Take-down policy**

If you believe that this material infringes your copyright and/or any other intellectual property rights, you may request its removal by contacting us at the following email address: [openaccess.library@eur.nl](mailto:openaccess.library@eur.nl). Please provide us with all the relevant information, including the reasons why you believe any of your rights have been infringed. In case of a legitimate complaint, we will make the material inaccessible and/or remove it from the website.

**Economische en juridische aspecten van de ECB-opkoopprogramma's:  
Een vervolg**

Studiegroep ECB

Januari 2024

Leden van de Studiegroep ECB:

Prof. Dr. Lex Hoogduin (voorzitter), emeritus- hoogleraar Economie en universitair docent, Rijksuniversiteit Groningen

Prof. Dr. Fabian Amtenbrink, hoogleraar Recht van de Europese Unie, Erasmus Universiteit Rotterdam

Prof. Dr. Ivo Arnold, hoogleraar Economie, Erasmus Universiteit Rotterdam en Nyenrode Business Universiteit

Prof. Dr. Harald Benink, hoogleraar Banking & Finance, Universiteit Tilburg

Prof. Dr. Diane Fromage, hoogleraar Europees Recht, Universiteit van Salzburg (Oostenrijk)

Secretaris:

Drs. Eva Mulder, PhD-kandidaat in Finance, Erasmus Universiteit Rotterdam

## **Inhoudsopgave**

<b>Samenvatting en conclusies</b>	<b>5</b>
<i>Inleiding (Hoofdstuk 1)</i>	5
<i>Relevante ontwikkelingen sinds het vorige rapport (Hoofdstuk 2)</i>	5
<i>Economische en juridische analyse van het pandemie nood aankoopprogramma (PEPP) (Hoofdstuk 3)</i>	7
<i>Economische en juridische analyse van het transmissiebeschermingsinstrument (TPI) (Hoofdstuk 4)</i>	9
<i>Winstgevendheid en kapitaalpositie van ECB en DNB (Hoofdstuk 5)</i>	11
<b>Hoofdstuk 1: Inleiding</b>	<b>14</b>
<b>Hoofdstuk 2: Relevante ontwikkelingen sinds de publicatie van het vorige rapport</b>	<b>16</b>
<i>Het Asset Purchase Programme</i>	16
<i>Publicatie van de herziening van de monetaire beleidsstrategie van de ECB</i>	17
<i>Fors opgelopen inflatie</i>	17
<i>Financiële dominantie?</i>	18
<b>Hoofdstuk 3: Economische en juridische analyse van het Pandemie nood aankoopprogramma (PEPP)</b>	<b>20</b>
<i>Achtergrond</i>	20
<i>Economische beoordeling</i>	22
1. Doelstelling	22
2. Economische noodzakelijkheid van het PEPP	23
3. Afwijkingen van de kapitaalverdeelsleutel	25
<i>Juridische beoordeling</i>	28
1. Overschrijding van het ECB-mandaat?	29
2. Het PEPP: een disproportionele maatregel?	30
2.1 Geschiktheid	30
2.2 Noodzakelijkheid	31
2.3 Noodzakelijke afweging van voor- en nadelen	33
3. Het PEPP: een geval van verboden monetaire financiering van specifieke lidstaten?	35
4. Het PEPP: een schending van de no-bail-out-clausule?	35
5. Inbreuk op de onafhankelijkheid van de ECB?	36
<b>Hoofdstuk 4. Economische en juridische analyse van het transmissiebeschermingsinstrument (TPI)</b>	<b>38</b>
<i>Achtergrond</i>	38
1. Doelstelling	40
2. Fragmentatierisico	42
3. Voorwaarden voor activering van het TPI	44
4. Overige nadelen gebruik van het TPI	47
5. Alternatieven voor het TPI	47
<i>Juridische beoordeling</i>	48
1. Overschrijding van het ECB-mandaat?	49
2. Het TPI: een disproportionele maatregel van de ECB?	50
2.1 Geschiktheid	50

2.2 Noodzakelijkheid	51
2.3 Noodzakelijke afweging van voor- en nadelen	52
3. Het TPI: een geval van verboden monetaire financiering van specifieke lidstaten?	53
4. Het TPI: een schending van de no-bail-out-clausule?	54
5. Inbreuk op de onafhankelijkheid van de ECB?	54
<b>Hoofdstuk 5: Winstgevendheid en kapitaalpositie van ECB en DNB</b>	<b>55</b>
<i>Invloed van verkrappend monetair beleid op de winstgevendheid en het kapitaal</i>	55
<i>De reactie op de renteverhogingen</i>	56
<i>Relatief grote verliezen DNB</i>	58
<i>Juridische beoordeling</i>	59
1. Toepasselijk juridische kader met betrekking tot winsten van de ECB en DNB	59
2. Toepasselijke juridische kader met betrekking tot verliezen van de ECB en DNB	60
3. Negatieve eigen vermogenspositie van centrale banken	60
4. De invloed van verliezen op de (financiële) onafhankelijkheid van de centrale bank	61

## **Samenvatting en conclusies**

### Inleiding (Hoofdstuk 1)

In januari 2021 verscheen het eerste rapport van de studiegroep ECB "Economische en juridische aspecten van de ECB-opkoopprogramma's."<sup>1</sup> Dit rapport is geschreven in opdracht van de vaste commissie voor Financiën van de Tweede Kamer. Deze commissie heeft een nieuwe studiegroep ECB, deels bestaande uit leden van de studiegroep van 2021, om een update van het eerste rapport gevraagd en heeft hiervoor het volgende mandaat geformuleerd:

"De studiegroep ECB heeft in haar rapport uit 2021 een aantal toekomstscenario's geschetst voor het monetaire beleid van de ECB. Het scenario waarin de inflatie toeneemt en het nastreven van prijsstabiliteit en financiële stabiliteit voor de ECB onderling strijdig (kunnen) zijn, lijkt zich nu te materialiseren. In dat kader wordt de studiegroep ECB verzocht een update te schrijven van haar rapport. Hierbij wordt de studiegroep ECB expliciet gevraagd tevens de verenigbaarheid met de Europese verdragen te beoordelen van de door de ECB genomen maatregelen om de fragmentatie in de eurozone tegen te gaan: te weten i) het Transmission Protection Instrument (TPI) en ii) de flexibele herinvesteringen van vrijvallende staatsobligaties uit het Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). Ook wordt de studiegroep verzocht uiteen te zetten wat de gevolgen (kunnen) zijn van de hoge inflatie en het verkrappende monetaire beleid op de winstgevendheid en kapitaalpositie van de ECB en de nationale centrale banken."

### Relevante ontwikkelingen sinds het vorige rapport (Hoofdstuk 2)

In haar rapport uit 2021 schrijft de studiegroep ECB: "Door te blijven doorgaan met opkoopprogramma's kan de effectiviteit ervan afnemen en kunnen negatieve bijwerkingen ervan toenemen. Dat zou hun proportionaliteit in gevaar kunnen brengen en daarmee hun inzetbaarheid".<sup>2</sup> Dit scenario heeft zich niet voorgedaan. Vanaf juli 2023 is de ECB zelfs gestopt met herbeleggingen in het kader van de opkoopprogramma's met uitzondering van herbeleggingen van obligaties gekocht in het kader van het pandemie nood aankoopprogramma (Pandemic Emergency Purchase Programme - PEPP (zie hoofdstuk 3). De omvang van de aankoopportefeuilles loopt nu terug met het tempo waarin er aflossingen binnen komen. Geen QE ("Quantitative Easing") meer dus, maar QT ("Quantitative Tightening") op een passieve manier, omdat de ECB niet obligaties die nog niet zijn afgelopen, eerder verkoopt.

---

<sup>1</sup> Studiegroep ECB (2021), "Economische en juridische aspecten van de ECB-opkoopprogramma's", <  
<https://www.tweedekamer.nl/kamerstukken/detail?id=2021Z00313&did=2021D00917> >

<sup>2</sup> Ibid., p. 5.

In juli 2021 publiceerde de ECB de herziening van haar monetaire beleidsstrategie. Daarin bevestigde de ECB dat het primaire instrument de beleidsrente is. Maar zij stelde ook dat als de rente(s) de effectieve ondergrens hebben bereikt ook andere instrumenten zullen worden ingezet, waaronder opkoopprogramma's van obligaties (QE). Daarmee zijn de opkoopprogramma's 'officieel' onderdeel geworden van het instrumentarium van de ECB en niet langer aan te duiden als onconventioneel instrument.

Na de publicatie van het rapport van 2021 van de eerste studiegroep ECB is de inflatie in de eurozone fors opgelopen, terwijl de overheidsschulden hoog zijn gebleven. Het scenario waarin het handhaven van de monetaire- en financiële stabiliteit niet langer automatisch in elkaars verlengde lagen, werd daarmee actueel. Als gevolg daarvan is het risico toegenomen dat de ECB, uit vrees voor financiële instabiliteit en mogelijk opkomende twijfel aan de houdbaarheid van de euro, de rente onvoldoende (langdurig) zou verhogen en de portefeuille met gekochte obligaties onvoldoende snel zou afbouwen om prijsstabiliteit op een redelijk termijn te herstellen.

Na de oplopende inflatie geruime tijd te hebben aangezien, heeft de ECB vanaf midden 2022 de depositorente in hoog tempo gebracht van -0,5% naar 4%. In januari 2024 is de depositorente nog altijd 4%. Of de ECB bereid is de rente lang genoeg voldoende hoog te houden om de inflatie in de eurozone duurzaam naar 2% terug te brengen, zal nog moeten blijken. De ECB lijkt hiervoor tot en met 2025 te willen nemen. Feit is dat de inflatie in de eurozone ten opzichte van de piek inmiddels fors is teruggelopen en dat de kerninflatie (dat wil zeggen de inflatie gecorrigeerd voor de prijsontwikkeling van energie, voedsel, alcohol en tabak) ook is gedaald, hoewel die hardnekkiger is dan de ongecorrigeerde inflatie.

In het eerste rapport van de studiegroep is geconstateerd dat niet alleen de overheidsschulden hoog zijn, maar ook de particuliere schulden. De mogelijkheid dat de ECB klem zou komen te zitten tussen monetaire- en financiële stabiliteit werd vooral gerelateerd aan de hoge nationale publieke schulden. Hoge particuliere schulden kunnen leiden tot zogenoemde financiële dominantie. Dit is een situatie waarin een fragiele financiële sector de maximale rente van de centrale bank bepaalt. Als de rente daarboven komt, zijn financiële en economische instabiliteit het gevolg. De soliditeit van de bancaire sector is in belangrijke mate bepalend voor het risico van financiële dominantie.

De ECB heeft duidelijk gemaakt dat zij een rol heeft in het voorkomen van financiële dominantie. Financiële en monetaire stabiliteit kunnen volgens de ECB qua beleidsinzet worden gescheiden en tegelijkertijd worden gerealiseerd. Monetaire stabiliteit kan worden bereikt via het monetaire beleid en financiële stabiliteit via het toezicht op het bankwezen.

De ECB ziet op dit moment geen onmiddellijk gevaar van financiële dominantie. Zij is van mening dat banken in de EU behoorlijk zijn versterkt na de financiële crisis en nu tegen een

stootje kunnen. Tegelijkertijd wijzen de ECB en de European Systemic Risk Board (ESRB; met de ECB-president als voorzitter) er wel regelmatig op dat er in de huidige periode waarin rentes snel zijn gestegen, risico's op financiële instabiliteit blijven. De ESRB publiceerde op 17 september 2022 voor het eerst in zijn dertienjarig bestaan een algemene waarschuwing en ruim een jaar later een evaluatie en update daarvan.

De studiegroep deelt de opvatting van de ECB dat er thans geen acute dreiging is van financiële dominantie, maar benadrukt dat waakzaamheid geboden blijft. Verdere versterking van de solvabiliteit en liquiditeit van het bankwezen in de eurozone blijft verstandig beleid.

### Economische en juridische analyse van het pandemie nood aankoopprogramma (PEPP) (Hoofdstuk 3)

Het pandemie nood aankoopprogramma (PEPP) is een aankoopprogramma van obligaties dat in maart 2020 werd geactiveerd. Het is onafhankelijk van andere vroegere of lopende programma's voor de aankoop van obligaties. Het PEPP is ingesteld als reactie op de uitzonderlijke en acute crisis in het kader van de pandemie die het doel van prijsstabiliteit en de behoorlijke werking van het transmissiemechanisme van het monetaire beleid in gevaar zou kunnen brengen. Gelet op deze uitzonderlijke, snel evoluerende en onzekere omstandigheden, vroeg het PEPP, naar de mening van de ECB, om een hoge mate van flexibiliteit in het ontwerp en de tenuitvoerlegging. Het volume van het PEPP is gelimiteerd. Het is in een aantal stappen gebracht op 1.850 miljard euro.

Een opkoopprogramma zoals het PEPP is in principe gedekt door het monetaire beleidsmandaat van de ECB overeenkomstig het primaire recht van de Europese Unie. Hierbij kan de ECB vertrouwen op een bij het Europese Hof van Justitie geteste argumentatiestrategie: ernstige risico's voor de prijsstabiliteit en het transmissiemechanisme van het monetaire beleid en risicovolle economische vooruitzichten in de eurozone. Voor de herinvestering van de aflossingen op obligaties uit het PEPP die de vervaldatum hebben bereikt is in principe dezelfde rechtvaardiging van toepassing. Immers, herinvesteringen kunnen als een hernieuwde uitvoering van het aankoopprogramma worden geïnterpreteerd. Mogelijke indirecte effecten van het PEPP op de stabiliteit van de eurozone veranderen niets aan zijn kwalificatie als monetair (in plaats van economisch) beleid. De aan- en verkoop van schuldbewijzen is een gebruikelijk instrument voor het ESCB, zoals ook door het Hof van Justitie is aanvaard.

Het PEPP kan niet a priori als disproportioneel worden beoordeeld. Of het PEPP geschikt is als instrument om de risico's voor prijsstabiliteit en de behoorlijke werking van het transmissiemechanisme te adresseren, kan immers alleen op basis van een economische analyse worden vastgesteld. Rekening houdend met het standpunt van het Hof van Justitie bij de beoordeling van het OMT en het PSPP, is de studiegroep van mening dat de beoordeling door de ECB dat het PEPP in de gegeven omstandigheden van de pandemie een bijdrage zou



kunnen leveren aan het handhaven van prijsstabiliteit, niet kan worden gekwalificeerd als een kennelijke beoordelingsfout die zou leiden tot de onverenigbaarheid van de maatregel met het EU recht.

Minder duidelijk is het antwoord op de vraag voor welke periode na het einde van de pandemie de activering van het PEPP nog als noodzakelijk kan worden beschouwd. Dat vooral gelet op het feit dat wordt beoogd dat herinvesteringen van aflossingen op obligaties tot eind 2024 zullen doorgaan. Tot dusverre heeft de ECB van de flexibiliteit van het PEPP minimaal gebruik gemaakt. Met name in de eerste maanden van 2020 was de onrust op de financiële markten groot en heeft de ECB gezorgd voor liquiditeit. Op de korte termijn kan het PEPP daarom economisch als noodzakelijk en effectief worden beoordeeld. Het effect van het PEPP na de coronapandemie (2020-2023) op prijsstabiliteit is daarentegen dubieus. Bovendien wordt de relatie tussen het PEPP en de economische gevolgen van de pandemie steeds zwakker. In de huidige situatie van nog steeds te hoge inflatie en hoge rentes is het onduidelijk of herbeleggingen van het PEPP economisch noodzakelijk zijn.

Het proportionaliteitsbeginsel in de strikte betekenis vraagt van de ECB om bij het nemen van een besluit de verschillende betrokken belangen onderling te wegen teneinde daadwerkelijk te voorkomen dat zich bij de uitvoering van een programma nadelen kunnen voordoen die kennelijk buiten verhouding staan tot de doelstellingen ervan. Hoewel men zeker tot verschillende conclusies kan komen bij de economische beoordeling van de voor- en nadelen van het PEPP, kan juridisch niet boven elke twijfel verheven worden vastgesteld dat de ECB hier een kennelijke beoordelingsfout heeft gemaakt.

De beoogde aankoop van staatsobligaties op de secundaire markt kan op voorhand ook niet als zijnde in strijd met het in het primaire EU recht vastgelegde verbod op monetaire financiering worden geacht, indien de ECB bepaalde voorzorgsmaatregelen neemt om de goede werking van de primaire kapitaalmarkt te garanderen. De aankoop van staatsobligaties is ook niet a priori in strijd met de Europeesrechtelijke *no-bail-out-clausule*. Wel is het de vraag of het PEPP-besluit voldoende waarborgen bevat om een gezond begrotingsbeleid in de lidstaten te waarborgen, maar tegelijkertijd of deze waarborgen, gelet op de uitzonderlijke context van dit programma, kunnen worden geëist.

De zeer grote schaal van de aankoop van staatsobligaties via het PEPP kan door sommigen worden gezien als een bedreiging voor de onafhankelijkheid van de ECB vanwege de verliezen die de ECB en de nationale centrale banken (NCB-en) lijden bij stijging van de rente. Dergelijke verliezen leveren echter geen belemmering op voor het goed uitvoeren van de operationele activiteiten van het Eurosysteem (zie hoofdstuk 5).

## Economische en juridische analyse van het transmissiebeschermingsinstrument (TPI) (Hoofdstuk 4)

Het transmissiebeschermingsinstrument (Transmission Protection Instrument – TPI) staat voor de invoering van een nieuw opkoopprogramma in de vorm van een stand-by instrument dat het mogelijk maakt om op de secundaire kapitaalmarkt obligaties op te kopen. Het is een selectief programma, omdat wordt beoogd dat de aankoop wordt beperkt tot schuldbewijzen die zijn uitgegeven in landen die een verslechtering van de financieringsvoorwaarden ondervinden die niet wordt gerechtvaardigd door voor dat land specifieke economische omstandigheden. Terwijl het programma focust op de selectieve aankoop van staatsobligaties (met een resterende looptijd van één tot tien jaar) is de aankoop van obligaties uit de particuliere sector niet bij voorbaat uitgesloten, indien dit 'nodig' wordt geacht. Aankopen zijn niet vooraf beperkt in omvang, maar worden geacht gerelateerd te zijn aan de ernst van de risico's waarmee de transmissie van het monetaire beleid wordt geconfronteerd. Het TPI is ten tijde van de voltooiing van dit rapport (nog) niet geactiveerd.

Sinds 2022 is de depositorente van de ECB gestegen tot een niveau ver boven de effectieve ondergrens. Eerdere opkoopprogramma's konden worden gezien als een noodzakelijk monetair substituut voor de korte beleidsrente, die gegeven het bereiken van de effectieve ondergrens ineffectief was geworden. Dit is niet het geval bij het TPI.

De economische onderbouwing van het TPI richt zich op het voorkomen van fragmentatie. Sinds de invoering van de euro is fragmentatie een karakteristiek van het eurogebied. Economische ontwikkelingen, de rente op staatsschuld en de leenvoorwaarden in de particuliere sector verschillen tussen eurolanden. Volgens de ECB is het TPI nodig om te voorkomen dat fragmentatierisico de uniforme werking van het monetaire beleid hindert.

Fragmentatierisico kan echter ook worden beperkt met andere beleidsinstrumenten, zoals de noodfondsen (het Europees Stabiliteitsmechanisme en de tijdelijke Faciliteit voor Herstel en Veerkracht) en het OMT. De toegevoegde waarde van het TPI beperkt zich tot het unieke geval waarin fragmentatie ontstaat door andere oorzaken dan fundamentele verschillen tussen lidstaten. Vanwege het ontbreken van voorwaardelijkheid zou het TPI in vergelijking met de andere instrumenten daardoor wel een minder gunstig effect hebben op de begrotingsdiscipline in de lidstaten en daarmee op de hoogte van overheidstekorten en –schulden. De beschikbaarheid van het TPI kan ertoe leiden dat de ECB zich probleemeigenaar maakt van de fragmentatie binnen het eurogebied en van de vaststelling van de maximale hoogte van de risicopremies op staatsschuld.

Vanuit juridisch perspectief kan allereerst worden opgemerkt dat het TPI kan worden gekenmerkt als monetair beleid overeenkomstig het primaire recht van de Europese Unie. De ECB kan in beginsel aannemelijk maken dat het TPI is gericht op het verwezenlijken van de

primaire doelstelling zoals neergelegd in de EU Verdragen door te verwijzen naar de doelstelling van het waarborgen van de uniforme werking van het monetaire beleid.

De door het TPI beoogde selectieve aankoop van staatsobligaties is niet per se in strijd met het EU recht, en ook mogelijke indirecte effecten van het TPI op de stabiliteit van de eurozone veranderen niets aan zijn kwalificatie als monetair (in plaats van economisch) beleid. Zoals eerder met betrekking tot het PEPP is opgemerkt, is de aan- en verkoop van schuldbewijzen een gebruikelijk monetair beleidsinstrument voor het ESCB.

Het TPI kan juridisch niet zonder meer als disproportioneel worden beoordeeld, ook als het economisch niet onomstotelijk vaststaat dat het TPI nodig is om prijsstabiliteit in de eurozone te handhaven. In dit kader moet eraan worden herinnerd dat de ECB in het geval van beslissingen die technische keuzes en complexe afwegingen inhouden over een ruime beoordelingsmarge beschikt. Dat de ECB een kennelijke beoordelingsfout heeft gemaakt bij het ontwerp van het TPI kan niet onweerlegbaar worden aangetoond.

De vraag in hoeverre de ECB haar besluit tot het instellen van het TPI heeft genomen op basis van een afweging van de verschillende betrokken belangen kan niet met absolute zekerheid worden beantwoord zonder gedetailleerde verdere informatie over het besluitvormingsproces dan thans publiek is. Uit het verslag van de relevante monetairbeleidsvergadering blijkt wel dat het besluit over het TPI is gebaseerd op een uitgebreide economische, monetaire en financiële analyse van de situatie in de eurozone. Daarnaast wordt in het verslag uitgebreid stil gestaan bij de proportionaliteit van het TPI en wordt er kort aandacht besteed aan de verschillende betrokken belangen, hoewel er door de ECB niet wordt uitgelegd waarom het TPI nodig is naast reeds bestaande opkoopprogramma's (bijv. het OMT).

De beoogde aankoop van staatsobligaties op de secundaire kapitaalmarkt kan op voorhand niet als zijnde in strijd met het Europeesrechtelijk verbod op monetaire financiering worden geacht, indien de ECB bepaalde voorzorgsmaatregelen neemt om de goede werking van de primaire kapitaalmarkt te garanderen. Ook kan de beoogde aankoop van staatsobligaties niet op voorhand als zijnde in strijd met de *no-bail-out-clausule* worden geacht, indien de ECB de in het TPI-besluit ingebouwde waarborgen die gericht zijn op gezond begrotingsbeleid in de lidstaten ook daadwerkelijk zal toepassen bij het activeren van het TPI.

Het besluit over het TPI maakt geen inbreuk op de onafhankelijkheid van de ECB zoals vastgelegd in het primaire Unierecht. De Raad van Bestuur van de ECB heeft nadrukkelijk een discretionaire beslissingsbevoegdheid bij activering van het TPI. Hoe dit in de praktijk uitpakt, kan nog niet worden beoordeeld, omdat het TPI nog niet geactiveerd is.

Al met al is uit de analyses van het PEPP in hoofdstuk 3 en van het TPI in hoofdstuk 4 duidelijk dat de lat hoog ligt voor het op juridische gronden succesvol aanvechten van het ontwerp en

inzetten van deze monetaire beleidsinstrumenten van de ECB. De discretionaire bevoegdheid van de ECB is groot en economische analyses zijn altijd met onzekerheid omgeven. Het TPI is bovendien nog niet ingezet.

Het verminderen van de mogelijke spanning tussen monetaire stabiliteit enerzijds en financiële stabiliteit en vertrouwen in de houdbaarheid van de euro anderzijds vereist, zoals in het eerste rapport van de studiegroep is gesteld: "het aanpakken van het schuldenprobleem in de eurozone en het is een politieke vraag of en zo ja, hoe dat te doen."<sup>3</sup> Het in 2021 verschenen rapport "Kleur bekennen voor een stabiele en veerkrachtig Europese economie"<sup>4</sup>, biedt hiervoor vier 'brede' scenario's met bijbehorende maatregelen, die vooral door overheden kunnen en moeten worden genomen.

Meer in het algemeen kunnen nationale staatschulden in de eurozone worden teruggebracht door het nemen van begrotingstekort-beperkende maatregelen, economische groeibevorderende maatregelen (bijvoorbeeld via structurele hervormingen), schuldherstructurering of –kwijtschelding, het gezamenlijk uitgeven van leningen door de EU voor het financieren van nationale uitgaven (met mogelijke transfers naar landen met een hoge schuld) en supranationale uitgaven, met evenredige bezuinigingen op nationale uitgaven en de vorming van een begrotingsunie.

#### Winstgevendheid en kapitaalpositie van ECB en DNB (Hoofdstuk 5)

In tegenstelling tot wat bij commerciële banken het geval is, is het hoofddoel van centrale banken niet het maken van winst. Het mandaat van de ECB eist dat zij het handhaven van prijsstabiliteit als primair doel heeft. Het al dan niet maken van winst moet veeleer als een bijproduct van het monetaire beleid worden gezien.

De hoge inflatie heeft sinds midden 2022 geleid tot een snelle verhoging van de depositorente van de ECB. Omdat deze rente wordt vergoed over de deposito's die bij de ECB en de NCB-en worden aangehouden, heeft dit onmiddellijk geleid tot hogere rente-uitgaven van DNB. De deposito's bij DNB zijn de tegenpost op de balans van de obligaties die zijn en worden aangekocht met de opkoopprogramma's. Omdat die obligaties een looptijd van meerdere jaren hebben en ze worden aangehouden tot het einde van de looptijd, nemen de renteontvangsten op deze portefeuille veel minder snel toe dan de rente-uitgaven als gevolg van de stijgende depositorente. Met als gevolg dat de winstontwikkeling van DNB negatief wordt beïnvloed. Dit effect treedt ook op bij de andere NCB-en.

---

<sup>3</sup> Ibid., p. 4-5.

<sup>4</sup> Commissie Europese Economie (2021), "Kleur bekennen voor een stabiele en veerkrachtige Europese economie", <<https://open.overheid.nl/documenten/ronl-6bcb1cb8-9db2-4c1d-b7ca-60c4954781b2/pdf> >

In september 2022 meldde DNB dat ze de komende jaren forse verliezen verwacht en dat er dus geen dividenden kunnen worden uitgekeerd. Er zal worden ingeteerd op de financiële buffers (=kapitaal + algemene reserves + voorzieningen). Het eigen vermogen (= kapitaal + algemene reserves) zou in sommige scenario's negatief kunnen worden. Herkapitalisatie door de Staat zou in de toekomst nodig kunnen blijken. De in reactie hierop vervroegde evaluatie van het kapitaalbeleid (dat onder andere de omvang van de dividenden van DNB aan de Staat regelt), leidt ertoe dat de minister van Financiën besluit het kapitaalbeleid voor de komende vijf jaar op een aantal veelal technische punten aan te passen. Op grond van dit Kapitaalbeleid 2023 zullen geen herkapitalisaties plaatsvinden, ook niet als het eigen vermogen negatief zou worden. De verwachting is dat pas vanaf midden jaren dertig weer dividend door DNB zal worden uitgekeerd. Het herstel van de financiële buffers van DNB moet in belangrijke mate komen van de geldscheppingswinst op de door DNB uitgegeven bankbiljetten.

Ook de ECB zal de komende jaren verliezen lijden, omdat ongeveer 20% van de aankopen onder het PSPP en het PEPP door haar zijn gedaan. De ECB zal de komende jaren daarom geen dividend uitkeren aan haar aandeelhouders, de NCB-en, waaronder DNB.

Vanuit het perspectief van de studiegroep is het de vraag of de ECB en de DNB (op basis van het Kapitaalbeleid 2023) met negatief kapitaal mogen opereren en of hun financiële onafhankelijkheid voldoende is gewaarborgd.

De EU-Verdragen en het ESCB-protocol bevatten geen bepaling over de mogelijkheid (of het verbod) van de ECB met negatief kapitaal te werken. Er bestaat dus geen juridische belemmering voor de ECB om met negatief kapitaal te opereren. Ook is de studiegroep van mening dat de DNB haar Eurosysteem taken ook in een situatie met negatieve buffers of een negatief eigen vermogen effectief kan uitvoeren.

De onafhankelijkheid van de centrale banken van het Eurosysteem is verankerd in het primaire EU-recht. Dat is van toepassing op de ECB en de NCB-en. Eén van de dimensies van centrale bankonafhankelijkheid is financiële onafhankelijkheid. Echter, ook de ECB kan haar Eurosysteem taken goed blijven uitoefenen in het geval van negatief eigen vermogen. Bovendien lijkt het eigen vermogen van de ECB de komende jaren positief te blijven. Een herkapitalisatie van de ECB door de aandeelhouders lijkt daarom de komende jaren niet te hoeven plaatsvinden.

Op grond van een juridische analyse komt de studiegroep tot de conclusie dat de ECB waarschijnlijk alleen herkapitalisatie van een NCB zou eisen, als deze niet langer in staat zou zijn om haar Eurosysteem-taken uit te voeren. Hierbij zij nog opgemerkt dat de ECB in haar definitie van het eigen vermogen ook de herwaarderingsreserves van een centrale bank meetelt. Door de omvangrijke herwaarderingsreserve met betrekking tot goud, is het eigen vermogen van de DNB op dit moment positief. Bovendien is de financiële onafhankelijkheid

van de DNB ook niet in het geding wanneer ze met negatief kapitaal moet werken. In de Bankwet 1998 wordt geen automatische herkapitalisatie vereist van de DNB door de Staat. Bovendien stelt de DNB haar budget benodigd voor deze taken zelfstandig vast.

De opkoopprogramma's zijn zodanig vormgegeven dat de NCB-en voor eigen rekening en risico de overheidsobligaties van hun land opkopen en niet een portefeuille samengesteld uit obligaties van alle landen van de eurozone. De reden hiervoor is dat de ECB, verwarring over vermenging van monetair- en budgettair beleid wilde voorkomen. Vermoedelijk heeft ook meegespeeld dat weerstand bestond (of verwacht zou kunnen worden) tegen het blootstellen van landen met een hoge kredietwaardering aan het risico van wanbetaling op staatsobligaties door landen met een lage kredietwaardering. Het gevolg van deze keuze is dat de DNB momenteel grotere verliezen lijdt dan centrale banken waarvan de rente op de staatsschuld hoger is dan die op de Nederlandse staatsschuld. De DNB zal nu en in de komende jaren grotere verliezen lijden dan het geval zou zijn geweest bij de aankoop van een portefeuille staatsobligaties die representatief is voor de eurozone als geheel, zo lang er feitelijk geen wanbetalingen plaatsvinden. Het vermijden van verliezen als gevolg van wanbetaling door landen met een lage kredietbeoordeling is niet gratis.

## Hoofdstuk 1: Inleiding

In januari 2021 verscheen het eerste rapport van de studiegroep ECB: "Economische en juridische aspecten van de ECB-opkoopprogramma's".<sup>5</sup> Dit rapport werd opgesteld in opdracht van de vaste commissie voor Financiën van de Tweede Kamer en bevat de volgende passage in de samenvatting:

". . . . De studiegroep analyseert of is vast te stellen of de ECB zich met zijn opkoopprogramma's niet of onvoldoende richt en gericht heeft op het handhaven van prijsstabiliteit, maar in plaats daarvan andere doelen heeft nagestreefd.

. . . . Het andere doel dat de studiegroep zich in het licht van hoge overheids- en particuliere schulden kan voorstellen, is het handhaven van financiële stabiliteit in de eurozone door de rente laag te houden. Het instrument om dat te doen kunnen de opkoopprogramma's zijn.

Omdat feitelijk de inflatie al geruime tijd onder de doelwaarde van de ECB ligt, is er volgens de studiegroep geen grond voor bovengenoemde suggestie . . . De ontwikkeling van de (verwachte) inflatie noopt de ECB immers tot een ruim beleid. Dat dit ook de financiële stabiliteit kan dienen, past binnen het mandaat van de ECB en is als het ware mooi meegenomen. De doelen van prijsstabiliteit en financiële stabiliteit liggen in elkaars verlengde.

Maar daarmee is de kous niet af. Door te blijven doorgaan met opkoopprogramma's kan de effectiviteit ervan afnemen en kunnen de negatieve bijwerkingen ervan toenemen. Dat zou hun proportionaliteit in gevaar kunnen brengen en daarmee hun inzetbaarheid.

. . . . Ook is in de toekomst een scenario mogelijk waarin de inflatie gaat toenemen en het nastreven van prijsstabiliteit en financiële stabiliteit onderling strijdig zijn. De ECB kan dan in een spagaat komen tussen beide doelen, maar moet conform het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU) kiezen voor de primaire doelstelling van prijsstabiliteit. Dat zou een economische en financiële crisis kunnen uitlokken en ook de houdbaarheid van de euro in gevaar kunnen brengen. Het beperken of verbieden van QE helpt niet om dit gevaar in te perken; integendeel. Dat vereist het aanpakken van het schuldenprobleem in de eurozone en het is een politieke vraag of en zo ja, hoe dat te doen"<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> Opgemerkt moet worden dat niet alle auteurs van het 2021 rapport ook betrokken zijn geweest bij het opstellen van het 2024 rapport.

<sup>6</sup> Ibid., p. 4-5.

De vaste commissie voor Financiën heeft een nieuwe studiegroep ECB om een update van het eerste rapport gevraagd. Ze heeft het volgende mandaat voor deze update geformuleerd:

“De studiegroep ECB heeft in haar rapport uit 2021 een aantal toekomstscenario’s geschetst voor het monetaire beleid van de ECB. Het scenario waarin de inflatie toeneemt en het nastreven van prijsstabiliteit en financiële stabiliteit voor de ECB onderling strijdig (kunnen) zijn, lijkt zich nu te materialiseren. In dat kader wordt de studiegroep ECB verzocht een update te schrijven van haar rapport. Hierbij wordt de studiegroep ECB expliciet gevraagd tevens de verenigbaarheid met de Europese verdragen te beoordelen van de door de ECB genomen maatregelen om de fragmentatie in de eurozone tegen te gaan, te weten i) het Transmission Protection Instrument (TPI) en ii) de flexibele herinvesteringen van vrijvallende staatobligaties uit het Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). Ook wordt de studiegroep verzocht uiteen te zetten wat de gevolgen (kunnen) zijn van de hoge inflatie en het verkrappende monetaire beleid op de winstgevendheid en kapitaalpositie van de ECB en de nationale centrale banken.”

Deze update gaat achtereenvolgens in op relevante ontwikkelingen met betrekking tot de ECB-opkoopprogramma’s sinds begin 2021 (hoofdstuk 2), het Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP, hoofdstuk 3), het Transmission Protection Instrument (TPI, hoofdstuk 4) en de invloed van de renteverhogingen door de ECB op zijn winst en die van de nationale centrale banken (hoofdstuk 5). In alle hoofdstukken wordt zowel op economische als juridische aspecten, als die er zijn, ingegaan.



## Hoofdstuk 2: Relevante ontwikkelingen sinds de publicatie van het vorige rapport

In dit hoofdstuk wordt een aantal relevante ontwikkelingen besproken met betrekking tot de ECB-opkoopprogramma's sinds de publicatie van het eerste rapport van de studiegroep (januari 2021)<sup>7</sup>. Er wordt nog niet uitgebreid ingegaan op het tijdens de pandemie ingevoerde Pandemie noodaankoopprogramma ("Pandemic Emergency Purchase Programme" - PEPP) en het Transmissiebeschermingsinstrument ("Transmission Protection Instrument" - TPI). Hieraan wordt in de volgende hoofdstukken 3 en 4 afzonderlijk aandacht besteed.

### Het Asset Purchase Programme

Het "Asset Purchase Programme" (APP) bestaat uit vier deelprogramma's waarvan het "Public Sector Purchase Programme" (PSPP) verreweg het grootste is.<sup>8</sup> De andere drie programma's zijn: het "Corporate Sector Purchase Programme" (CSPP), het "Asset-Backed Securities Purchase Programme" (ABSPP) en het derde "Covered Bond Purchase Programme" (CBPP3).

De ECB Raad van Bestuur heeft de afgelopen jaren verschillende beslissingen genomen om het tempo van de aankopen en de herinvesteringen van vervallende schuld vast te stellen. Per juli 2023 is de ECB gestopt met de herbeleggingen onder het APP.<sup>9</sup> De meest recente beslissing was op 14 december 2023, toen de ECB Raad van Bestuur aankondigde dat zij de volledige herbeleggingen van het PEPP gedurende de eerste helft van 2024 zullen voortzetten, en in de tweede helft van 2024 zullen afbouwen.<sup>10</sup> Het voornemen is om per 2025 te stoppen met het aankoopprogramma. De omvang van de portefeuille zal naar verwachting afnemen in de mate dat eerdere aankopen het einde van hun looptijd naderen. Dit alles wel onder het voorbehoud dat de ECB- Raad van Bestuur niet besluit uit hoofde van haar monetair beleid opnieuw over te gaan tot aankopen van vermogenstitels.

Het scenario geschetst in het vorige rapport van het voortdurend doorgaan met ECB-opkoopprogramma's heeft zich dus niet voorgedaan. Het APP is gestopt en de waarde van de obligaties in portefeuille loopt terug met het tempo waarin er aflossingen op binnen komen. Geen QE ("Quantitative Easing") meer dus, maar QT ("Quantitative Tightening") op een passieve manier; passief, omdat de ECB de obligaties die nog niet zijn afgelopen, niet verkoopt.

---

<sup>7</sup> De tijdslijn en inhoud van het APP en onderdelen daarvan tot januari 2021 wordt besproken in ECB Studiegroep (2021), p. 8.

<sup>8</sup> ECB, 'Asset purchase programmes', < <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.nl.html> >

<sup>9</sup> ECB, 'Monetairbeleidsbeslissing', Persbericht 15 juni 2023, <

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230615~d34cddb4c6.nl.html> >

<sup>10</sup> ECB, 'Monetairbeleidsbeslissing', Persbericht 14 december 2023, <

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp231214~9846e62f62.nl.html> >

## Publicatie van de herziening van de monetaire beleidsstrategie van de ECB

In juli 2021 publiceerde de ECB de herziening van haar monetaire beleidsstrategie.<sup>11</sup> In het kader hiervan herhaalde de ECB Raad van Bestuur dat het primaire instrument van de ECB de verzameling beleidsrentes is. Maar zij erkende ook dat als de rente(s) de effectieve ondergrens hebben bereikt ook andere instrumenten zullen worden ingezet, waaronder opkoopprogramma's. Daarmee zijn de opkoopprogramma's 'officieel' onderdeel geworden van het instrumentarium van de ECB en niet langer aan te duiden als onconventioneel instrument. De ECB kondigde ook aan steeds open te zijn voor het invoeren van nieuwe beleidsinstrumenten als de omstandigheden daarom vragen. Een voorbeeld daarvan zou de invoering van het TPI blijken. Daarop wordt in hoofdstuk 4 in detail ingegaan.

## Fors opgelopen inflatie

Sinds de publicatie van het rapport uit 2021 van de studiegroep ECB is de inflatie in de eurozone fors opgelopen. Aanvankelijk reageerde de ECB niet, omdat zij de inflatie tijdelijk achtte en ook omdat de ECB als uitvloeisel van de strategieherziening van 2021 niet te snel wilde reageren. Het probleem van het laatste decennium was immers dat de ECB met een in haar ogen te lage inflatie kampte en die maar niet omhoog kreeg. In het kader van de strategieherziening was de gedachte dat de inflatie eerst overtuigend naar 2% op de middellange termijn moest zijn bewogen en daar ook naar verwachting op de langere termijn zou moeten blijven, alvorens kon worden verkrapt. Daarbij was een tijdelijke periode met een inflatie boven 2% geen probleem.

Zo kon het dat de president van DNB, Klaas Knot, in het begin van 2022 uitsprak dat vermoedelijk pas aan het einde van dat jaar de rente omhoog zou gaan.<sup>12</sup> De president van de ECB, Christine Lagarde, had eind 2021 zelfs laten optekenen: "ECB is 'very unlikely' to raise rates in 2022."<sup>13</sup> De depositorente (=de beleidsrente) bevond zich op dat moment op -0,5%, terwijl de inflatie snel opliep tot niveaus die in Nederland niet meer waren voorgekomen in de laatste veertig jaar; inflatieniveaus ook die sinds de invoering van de euro in de eurozone nog niet waren voorgekomen. Marktpartijen verwachtten aan het einde van 2021 dat de depositorente tot aan het einde van 2024 negatief zou blijven.<sup>14</sup>

---

<sup>11</sup> ECB, 'Verklaring over de monetairbeleidsstrategie van de ECB',

<[https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview\\_monpol\\_strategy\\_statement.nl.html](https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.nl.html)>

<sup>12</sup> Redactie De Financiële Telegraaf, 'Knot: zeker twee jaar hoge inflatie, eind 2022 renteverhoging ECB', *De Telegraaf*, 7 februari 2022, <<https://www.telegraaf.nl/financieel/1229979835/knot-zeker-twee-jaar-hoge-inflatie-eind-2022-renteverhoging-ecb>>

<sup>13</sup> 'ECB "very unlikely" to raise rates in 2022, Lagarde says', *Reuters*, 3 November 2021, <

<https://www.reuters.com/business/finance/ecb-very-unlikely-raise-rates-next-year-lagarde-says-2021-11-03/>>

<sup>14</sup> Schnabel, I., "'Monetary and financial stability-can they be separated?" speech at the Conference on Financial Stability and Monetary Policy in the honour of Charles Goodhart, London', 19 May 2023, <

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230519~de2f790b1c.en.html>>

Al snel bleek dat het onmogelijk was de zaak op zijn beloop te laten. De ECB veranderde van koers en begon de depositorente te verhogen van al genoemde -0,5% tot 4% nu. Het tweede scenario uit het rapport van de studiegroep ECB uit 2021 (mogelijke spanning tussen monetaire en financiële stabiliteit) werd daarmee actueel. Al snel nam het verschil tussen de rente op Italiaanse en Duitse overheidsschuld fors toe. Dit leidde tot de ontwikkeling van het TPI.

Of de ECB bereid is de rente lang genoeg voldoende hoog te houden om de inflatie in de eurozone duurzaam naar 2% terug te brengen, zal nog moeten blijken. De ECB lijkt hiervoor tot en met 2025 te willen nemen. Feit is dat de inflatie ten opzichte van de piek fors is teruggelopen en dat de kerninflatie (dat wil zeggen gecorrigeerd voor de prijsontwikkeling van energie, voedsel, alcohol, en tabak) ook is gedaald, hoewel die hardnekkiger is dan de ongecorrigeerde inflatie.

### Financiële dominantie?

In het rapport van 2021 van de studiegroep ECB is geconstateerd dat niet alleen de overheidsschulden hoog zijn, maar ook particuliere schulden. De mogelijkheid dat de ECB klem zou komen te zitten tussen monetaire- en financiële stabiliteit werd vooral gerelateerd aan de hoge nationale publieke schulden. Er werd dus vooral gewezen op het risico dat de ECB uit vrees voor een negatieve schulddynamiek de rente in omstandigheden onvoldoende (langdurig) zou verhogen of de portefeuille met gekochte obligaties onvoldoende snel zou afbouwen voor herstel van prijsstabiliteit op een redelijke termijn (dat wil zeggen te beperkte Quantitative Tightening (QT)).

Er is echter ook een andere manier waarop de ECB klem zou kunnen komen te zitten tussen monetaire- en financiële stabiliteit, met name als gevolg van snelle verhoging van de depositorente. De hoge particuliere schulden kunnen leiden tot zogenoemde financiële dominantie. Dit beschrijft een situatie waarin de fragiele financiële situatie de maximale beleidsrente of het tempo van QT van de ECB bepaalt. Als de rente daarboven komt, dreigt ernstige financiële en economische instabiliteit. De bankensector speelt daarin een belangrijke rol. Pas als banken niet in staat zijn, de rentestijging en daarmee samenhangende problemen in de kredietportefeuille op te vangen, dreigt serieuze instabiliteit.

De studiegroep is van mening dat het risico van financiële dominantie niet kan worden uitgesloten, gelet op de forse renteverhogingen die de ECB sinds midden 2022 heeft doorgevoerd. Op 22 september 2022 publiceerde het Europees Comité voor Systeemrisico's ("European Systemic Risk Board" - ESRB) voor het eerst in zijn dertienjarig bestaan een algemene waarschuwing.<sup>15</sup> De ESRB noemde een aantal risico's voor financiële stabiliteit die zich ook nog eens tegelijkertijd zouden kunnen voordoen in het slechtst denkbare scenario.

---

<sup>15</sup> ESRB (2022). "Warning of the European Systemic Risk Board of 22 September 2022 in the Union financial system", *Official Journal of the European Union*, C423/1, 7 November 2022.

Recent heeft Christine Lagarde, de president van de ECB, als voorzitter van de ESRB deze algemene waarschuwing ruim een jaar na de uitgifte ervan geëvalueerd. Ze concludeert dat het slechtst denkbare scenario zich niet heeft voorgedaan, maar dat verschillende andere risico's zich daadwerkelijk hebben voorgedaan:

"First, we expressed concern that households and companies would see their debt servicing capacity affected. While employment has remained resilient so far, households' real disposable income has come under significant pressure due to high inflation.

Second, we highlighted risks stemming from a sharp fall in asset prices. We saw these partially materialise with the failure of US based regional banks, the gilt crisis in the United Kingdom, and more recently with price fluctuations of US Treasury bonds."<sup>16</sup>

De ECB heeft duidelijk gemaakt dat zij een rol heeft om te voorkomen dat financiële dominantie zich voordoet. De ECB kan hiervoor haar bevoegdheden als toezichthouder op het bankwezen in het eurozone benutten. Financiële stabiliteit en monetaire stabiliteit kunnen volgens de ECB qua beleidsinzet worden gescheiden en tegelijkertijd worden gerealiseerd. Monetaire stabiliteit kan worden bereikt via het monetaire beleid en financiële stabiliteit via het toezicht op het bankwezen. Isabel Schnabel, lid van ECB Raad van Bestuur namens de ECB, trekt in dit kader de volgende conclusie:

"A fundamentally sound, well-regulated financial sector protects central banks from any form of financial dominance, allowing them to focus on their primary mandate of price stability."<sup>17</sup>

De ECB ziet op dit moment dan ook geen onmiddellijk gevaar voor financiële dominantie. Zij is van mening dat banken in de EU behoorlijk zijn versterkt na de financiële crisis en nu tegen een stootje kunnen. Tegelijkertijd wijst de ECB er wel regelmatig op dat er in de huidige verkrappingscyclus risico's op financiële instabiliteit blijven:

". . . policymakers need to remain pro-active and alert to financial stability risks as and when they arise."<sup>18</sup>

De studiegroep deelt de analyse van de ECB op dit punt. Waakzaamheid blijft daarom wel geboden en verdere structurele versterking van de solvabiliteit en liquiditeit van het bankwezen in het eurozone blijft verstandig beleid. In de volgende hoofdstukken zal niet afzonderlijk aandacht worden besteed aan het vraagstuk van mogelijke financiële dominantie.

---

<sup>16</sup> Lagarde, C., "The ESRB's first general warning one year on", Welcome remarks by Christine Lagarde, President of the ECB and Chair of the European Systemic Risk Board, at the seventh annual conference of the ESRB, 16 november 2023, <  
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html> >

<sup>17</sup> Schnabel, I. (2023), 'Monetary and financial stability-can they be separated?'

<sup>18</sup> Lagarde, C. (2023), 'The ESRB's first general warning one year on'

### **Hoofdstuk 3: Economische en juridische analyse van het Pandemie nood aankoopprogramma (PEPP)**

In overeenstemming met het door de vaste commissie voor Financiën van de Tweede Kamer geformuleerde mandaat wordt in dit hoofdstuk het meest recent geactiveerde opkoopprogramma van de ECB, het pandemie nood aankoopprogramma ("Pandemic Emergency Purchase Programme" - PEPP), toegelicht en geanalyseerd.

#### Achtergrond

Het uitbreken van de coronapandemie in het eerste kwartaal van 2020 resulteerde in veel onrust op de financiële markten in de eurozone. De ECB besloot daarom op 18 maart 2020 om per 24 maart een tijdelijk pandemie-nood aankoopprogramma (PEPP) te activeren.<sup>19</sup>

Kort samengevat komt het PEPP neer op een aankoopprogramma dat onafhankelijk is van andere vroegere of lopende programma's voor de aankoop van obligaties. PEPP- aankopen vinden dan ook in aanvulling op aankopen uit hoofde van het APP plaats. Hierbij heeft de Raad van Bestuur van de ECB uitgelegd dat

"Het PEPP is ingesteld als reactie op de uitzonderlijke en acute economische crisis die het doel van prijsstabiliteit en behoorlijke werking van transmissiemechanisme van het monetair beleid in gevaar zou kunnen brengen. Gelet op deze uitzonderlijke, snel evoluerende en onzekere omstandigheden, vraagt het PEPP, vergeleken met het APP, om een hoge mate van flexibiliteit in het ontwerp en de tenuitvoerlegging en zijn de monetaire beleidsdoelstellingen van het PEPP niet gelijk aan die van het APP."<sup>20</sup>

Nationale centrale banken (NCB-en) zijn bevoegd om onder bepaalde voorwaarden (zie verderop in deze paragraaf) aankopen te doen van verhandelbare overheidsschuldbewijzen, beleenbare bedrijfsobligaties en andere verhandelbare schuldinstrumenten, in aanmerking komende gedekte obligaties, en beleenbare obligaties op onderpand van activa ("Asset-Backed Securities" - ABS). In de praktijk betreft het overgrote deel van de aankopen staatsobligaties (97%), waarbij de risicoverdeling tussen lidstaten hetzelfde is als bij het APP. Dit houdt in dat van 20% van de opgekochte staatsobligaties het risico tussen de centrale banken van de lidstaten wordt gedeeld omdat de ECB zelf deze aankopen doet, terwijl de andere 80% van het risico nog altijd wordt gedragen door de lidstaat wanneer zij zelf de obligaties van haar eigen staat koopt.<sup>21</sup> Aankopen worden gedaan door de nationale centrale banken, gebaseerd op de verdeelsleutel voor de inschrijving van de nationale centrale banken

---

<sup>19</sup> Besluit (EU) 2020/440 betreffende een tijdelijk pandemie-nood aankoopprogramma (ECB/2020/17), OJ 2020 L 91/1.

<sup>20</sup> Ibid., overweging no. 3.

<sup>21</sup> ECB, 'FAQ on the Pandemic Emergency Purchase Programme', <  
[https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/ecb.faq\\_pepp.en.html](https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/ecb.faq_pepp.en.html)>

op het kapitaal van de ECB. De ECB-directie is bevoegd om “. . . het passende tempo en de samenstelling te bepalen van maandelijks PEPP-aankopen” binnen het vastgestelde totaalbedrag van PEPP.<sup>22</sup>

Anders dan bij het OMT en ook bij het TPI is het volume van het PEPP beperkt. In eerste instantie werd het volume beraamd op een bedrag van 750 miljard euro.<sup>23</sup> Dit bedrag is vervolgens in juni 2020 met 600 miljard euro verhoogd, waarbij bovendien werd voorzien dat aflossingen op obligaties die zijn aangekocht in het kader van het PEPP en die de vervaldatum hebben bereikt “. . . ten minste tot het einde van 2022 herbelegd worden”.<sup>24</sup> In december 2020 is het bedrag met nog eens 500 miljard euro verhoogd. Het totale budget van PEPP is inmiddels dus 1.850 miljard euro. Ook is de periode voor aankopen nog eens verlengd tot “. . . ten minste het einde van maart 2022”, waarbij werd gesteld dat: “De Raad van Bestuur zal de netto aankopen in ieder geval uitvoeren totdat hij van oordeel is dat de crisisfase van de coronapandemie voorbij is”.<sup>25</sup>

De ECB heeft in december 2021 besloten om de netto-aankopen van obligaties in het kader van het PEPP programma eind maart 2022 te beëindigen.<sup>26</sup> Tegelijkertijd is overeengekomen om de herbeleggingstermijn voor aflossingen op obligaties die zijn aangekocht in het kader van het PEPP en die de vervaldatum hebben bereikt “. . . ten minste tot het einde van 2024” te verlengen.<sup>27</sup> Op de balans van de ECB zullen de aankopen onder het PEPP echter nog veel langer (tot aan het einde van de looptijd) blijven staan, indien er niet wordt overgegaan tot actief verkopen van deze obligaties. De gemiddelde looptijd van de obligaties is 6 tot 7 jaar.<sup>28</sup>

Op 14 december 2023 heeft de ECB besloten dat zij de volledige herbeleggingen van het PEPP gedurende de eerste helft van 2024 zullen voortzetten “. . . om risico's voor het transmissiemechanisme van het monetair beleid in verband met de pandemie tegen te gaan.”<sup>29</sup> In de tweede helft van 2024 heeft de ECB het voornemen om haar PEPP-portfolio gestaag af te bouwen, gemiddeld met 7,5 miljard euro per maand. Het voornemen is vanaf 2025 geen herbeleggingen meer te doen.<sup>30</sup>

---

<sup>22</sup> Besluit (EU) 2020/440 betreffende een tijdelijk pandemie-noodaankoopprogramma (ECB/2020/17), OJ 2020 L 91/1., art. 5; Art. 29 Statuten ESCB en ECB.

<sup>23</sup> Besluit (EU) 2020/440 betreffende een tijdelijk pandemie-noodaankoopprogramma (ECB/2020/17), OJ 2020 L 91/1.

<sup>24</sup> ECB, 'Monetairbeleidsbeslissing', Persbericht, 4 juni 2020, <

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200604~a307d3429c.nl.html> >

<sup>25</sup> ECB, 'Monetairbeleidsbeslissing', Persbericht, 10 december 2020, <

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp201210~8c2778b843.nl.html> >

<sup>26</sup> ECB, 'Monetairbeleidsbeslissing', Persbericht, 16 december 2021, <

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp211216~1b6d3a1fd8.nl.html> >

<sup>27</sup> Ibid.

<sup>28</sup> ECB, 'Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)',

<<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>>

<sup>29</sup> ECB, 'Monetairbeleidsbeslissing', Persbericht 14 december 2023, <

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp231214~9846e62f62.nl.html> >

<sup>30</sup> Ibid.

Ter vergelijking, in het kader van het APP heeft het Eurosysteem tussen maart 2015 en december 2018, als ook tussen november 2019 en juni 2022 aankopen gedaan. Herbeleggingen van de hoofdbetalingen van afgelopen obligaties hebben tussen januari en oktober 2019 plaatsgevonden, terwijl tussen juli 2022 en februari 2023 het Eurosysteem ernaar heeft gestreefd aflossingen van aflopende obligaties volledig te herbeleggen. Vanaf maart 2023 werden weer alleen de hoofdbetalingen van aflopende obligaties slechts gedeeltelijk opnieuw belegd. Vanaf juli 2023 zijn geen herbeleggingen meer gedaan.<sup>31</sup>

Het oorspronkelijke besluit over het PEPP bevat een aantal specifieke voorwaarden voor de aankoop van verhandelbare overheidsschuldbewijzen. Allereerst moet voor de aankoop van staatsobligaties aan de beleenbaarheidscriteria voor verhandelbare schuldbewijzen zijn voldaan die in het kader van het PSPP van toepassing zijn.<sup>32</sup> Voor Griekenland is echter een uitzondering gemaakt wat betreft de toepassing van deze beleenbaarheidscriteria.<sup>33</sup>

Een belangrijke randvoorwaarde is dat aankopen alleen mogen worden uitgevoerd als dit door de Raad van Bestuur van de ECB ". . . noodzakelijk en evenredig wordt geacht om de bedreigingen van de buitengewone economische en marktomstandigheden voor het vermogen van het Eurosysteem om zijn mandaat uit te voeren te bestrijden".<sup>34</sup> In het PEPP besluit wordt in dit kader gerefereerd aan "... ernstige risico's voor de prijsstabiliteit, het transmissiemechanisme van het monetaire beleid en de economische vooruitzichten in de eurozone, die het gevolg zijn van de uitbraak en de escalerende verspreiding van COVID-19".<sup>35</sup> In aanmerking voor aankoop komen daarnaast alleen schuldbewijzen met een minimumrestlooptijd van 70 dagen en een maximumrestlooptijd van dertig jaar op het moment van aankoop.

## Economische beoordeling

Het PEPP richt zich op de actuele situatie op de financiële markten en is flexibel in te zetten. Deze flexibiliteit maakt het instrument anders dan de voorgaande opkoopprogramma's: het PEPP kan worden aangepast over tijd, tussen staats- en bedrijfsobligaties en tussen landen.

### *1. Doelstelling*

Het PEPP heeft twee doelen. Ten eerste is het gericht op de continuering van functionerende, liquide financiële markten op de korte termijn en om te zorgen voor een gelijke en goede

---

<sup>31</sup> ECB, 'Asset purchase programmes', < <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html> >

<sup>32</sup> Art. 1(1)(a) Besluit 2020/440. Zie vooral art. 3 Besluit 2020/188.

<sup>33</sup> Art. 3 Besluit 2020/440.

<sup>34</sup> Art. 4 Besluit (EU) 2020/4040. Hierbij is de consolidatie van obligaties, zoals die in het kader van het PSPP mogelijk is, verboden.

<sup>35</sup> Ibid., overweging no. 4.

werking van het monetaire beleid op de langere termijn.<sup>36</sup> Op de korte termijn zag de ECB zich genoodzaakt in te grijpen om financiële stabiliteit te waarborgen. De onrust op financiële markten wereldwijd en de onzekerheid rondom de pandemie waren dusdanig groot dat centrale banken de markt van liquiditeit moesten voorzien om een volledige opdroging van de financiële markten te voorkomen. De implementatie van het PEPP had gelijk effect: de handel in bedrijfsobligaties herstelde zich begin april, en renteversillen op staatsobligaties daalden al na de aankondiging van het programma.<sup>37</sup> Men zou dus kunnen zeggen dat het eerste doel, door het wegnemen van onrust in financiële markten, met succes behaald is.

Het tweede doel is het waarborgen van prijsstabiliteit op de middellange termijn. Dit maakt het PEPP een uitbreiding van de bestaande opkoopprogramma's van de ECB (APP). Deze programma's worden sinds de herziening van de monetaire beleidsstrategie in 2021 gezien als conventionele beleidsinstrumenten die kunnen worden ingezet met als doel om inflatie van 2% op de middellange termijn te waarborgen.

## *2. Economische noodzakelijkheid van het PEPP*

Of het PEPP vanuit economisch oogpunt noodzakelijk was om prijsstabiliteit te garanderen, is onmogelijk te bewijzen zonder "counterfactual" – dat wil zeggen, een vergelijkbare situatie zoals de Coronapandemie zonder het PEPP. De pandemie zorgde er volgens ECB-bestuurslid Philip Lane voor dat het PEPP onmisbaar was om het inflatiedoel van 2% te behalen.<sup>38</sup> Het lijkt inderdaad aannemelijk dat niet ingrijpen de situatie op de financiële markten in maart en april 2020 zou hebben verergerd. Dat wil echter nog niet zeggen dat het opkopen van obligaties tot ver in 2022 en de herbeleggingen tot 2024 noodzakelijk zijn om prijsstabiliteit te garanderen, met name omdat de inflatie op het moment van schrijven van dit rapport boven de ECB zelfverklearde prijsstabiliteit doelstelling uitstijgt. Er kunnen vraagtekens geplaatst worden bij de PEPP opkopen die plaats hebben gevonden na de acute fase van de pandemie. Lane benadrukte dat de netto aankopen zouden stoppen wanneer de ECB Raad van Bestuur oordeelde dat de crisisfase van de pandemie over was.<sup>39</sup> De netto aankopen zijn gestopt per maart 2022, ruim een jaar voordat de WHO het einde van de noodtoestand voor de publieke gezondheid aankondigde.<sup>40</sup>

---

<sup>36</sup> Böninghausen, B., Fernández Brennan, L., McCabe, L. and Schumacher, J. (2022). "The pandemic emergency purchase programme – an initial review", *ECB Economic Bulletin*, Issue 8/2022, < [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2023/html/ecb.ebart202208\\_01~bf0907fa1f.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2023/html/ecb.ebart202208_01~bf0907fa1f.en.html) >

<sup>37</sup> Schnabel, I., "Lessons from an unusual crisis", Speech at the Federal Reserve Bank of New York conference on 'Implications of Federal Reserve Actions in response to the COVID-19 Pandemic', 1 oktober 2021, < <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp211001~ca589c6afc.en.html> >

<sup>38</sup> Lane, P.R., "Monetary policy during the pandemic: the role of PEPP", Speech at the International Macroeconomics Chair Banque de France – Paris School of Economics', 31 maart 2022, < <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220331~b11d74f249.en.html> >

<sup>39</sup> Ibid.

<sup>40</sup> WHO, 'Coronavirus disease (COVID-19) pandemic' < <https://www.who.int/europe/emergencies/situations/covid-19> >



Eenzijds herstelde zich de economie al ruim voor deze tijd en bewoog de inflatie zich richting de doelstelling.<sup>41</sup> Met name de herbeleggingen vanaf 2022 leiden onder economen en leden van de ECB Raad van Bestuur tot discussie, omdat de relatie met de pandemie niet langer duidelijk is.<sup>42</sup> Bovendien zijn de PEPP-herbeleggingen contraproductief voor het bestrijden van de inflatie, terwijl de ECB ondertussen juist sinds 2022 de rente fors verhoogd heeft om de inflatie terug te brengen naar de doelstelling. De ECB Raad van Bestuur oordeelde echter in oktober 2023 dat de herbeleggingen van het PEPP consistent waren met het onveranderd hoog houden van de rente.<sup>43</sup>

Anderzijds is het moeilijk om empirisch te bewijzen dat landen na 2021 geen effecten van de pandemie meer hebben ondervonden. De overheidsfinanciën van alle eurozone landen veranderde tijdens de pandemie substantieel en dit kan langer hebben doorgewerkt dan de pandemie zelf. De flexibele herbeleggingen van 2022 tot eind 2024 zijn nog minder verbonden met de pandemie, maar voor deze geldt dat de omvang gering is. Het economische effect van deze herbeleggingen is daarom nog moeilijker te kwantificeren, en naar deze recente ontwikkelingen is nog weinig wetenschappelijk onderzoek gedaan. Bovendien heeft de ECB in december 2023 besloten per half 2024 de PEPP-portfolio gestaag af te bouwen.

Een andere belangrijke vraag is of het PEPP economisch noodzakelijk was gezien de diverse opkoopprogramma's (het APP) die op dat moment al bestonden. Volgens de ECB vereist het behalen van bovenstaande twee met het PEPP nagestreefde doelen meer flexibiliteit dan voorgaande opkoopprogramma's. Hierdoor zijn er een aantal concrete verschillen tussen het PEPP en het APP.

Ten eerste is de looptijd van de staatsobligaties welke in aanmerking komen voor het PEPP verlaagd van 365 naar 70 dagen, en de looptijd van bedrijfsobligaties (non-financial commercial paper) verlaagd van 6 maanden naar 28 dagen. In het geval van kortlopende bedrijfsobligaties, waarvan de markt volledig was opgedroogd in maart 2020 door afnemende investeringen van geldmarktfondsen, was het PEPP gelijk effectief in het stimuleren van nieuwe uitgiftes.<sup>44</sup> De kortlopende bedrijfsobligaties kwamen vaak niet in aanmerking voor het APP, en de uitbreiding van het PEPP om deze categorie ook mee te nemen heeft de stabiliteit op de markt voor bedrijfsobligaties destijds aanzienlijk verbeterd.

Ten tweede kunnen onder het PEPP ook Griekse staatsobligaties opgekocht worden. Deze kwamen door de te lage rating (onder BBB-) niet in aanmerking voor het APP, maar de ECB

---

<sup>41</sup> Reuters, 'Europe at risk of higher inflation; ECB'S PEPP should end in March: ECB's Knot', 14 oktober 2021, < <https://www.reuters.com/world/europe/europe-risk-higher-inflation-ecbs-pepp-should-end-march-ecbs-knot-2021-10-14/> >

<sup>42</sup> Arnold, M., 'ECB to discuss earlier end to bond purchases, says Christine Lagarde', *Financial Times*, 27 november 2023, < <https://www.ft.com/content/d7e98c98-51ef-4a0f-a27c-f08a7f6374a7> >

<sup>43</sup> ECB, 'Monetairbeleidsverslagen', 25-26 oktober 2023, < <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2023/html/ecb.mg231123~40c9631bc7.en.html> >

<sup>44</sup> Breckenfelder, J., and Schepens, G. (2022). "Non-bank liquidity provision to firms: fund runs and central bank interventions." Working paper, available at SSRN: < [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4083190](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4083190) >

achtte deze verandering noodzakelijk om de goede doorwerking van het monetaire beleid te waarborgen.<sup>45</sup>

### 3. Afwijkingen van de kapitaalverdeelsleutel

Anders dan in het kader van het APP houdt de ECB zich met het PEPP niet aan de kapitaalverdeelsleutel. De kapitaalverdeelsleutel wordt elke 5 jaar vastgesteld op basis van het bruto binnenlands product (bbp) en de totale bevolking per land. Deze verdeelsleutel wordt gebruikt bij de opkoopprogramma's om vast te stellen hoeveel van elk nationaal schuld papier gekocht mag worden. Nederland heeft per 1 januari 2023 een aandeel van 5,8%.<sup>46</sup> Onder de flexibiliteit van het PEPP opereert de ECB met de kapitaalverdeelsleutel als richtlijn, maar kan zij besluiten van deze af te wijken indien de marktomstandigheden dat vereisen. Bovendien worden de vrijgevallen obligaties flexibel herbelegd, zodat bijvoorbeeld de aflossingen op een aangekochte Nederlandse staatsobligatie gebruikt kunnen worden om in buitenlands schuld papier te beleggen.

*Waarom* de ECB afwijkt van de kapitaalverdeelsleutel wordt niet toegelicht. De voornaamste reden lijkt "spread control", waarbij de ECB probeert de renteversillen tussen verschillende lidstaten acceptabel te houden. Acceptabel wil zeggen dat er wel renteversillen mogen bestaan, maar dat ze niet zo groot mogen worden dat ze de werking van het monetaire beleid kunnen verstoren.

Specifiek voor de renteversillen tussen lidstaten heeft de ECB in juni 2022 ook een ander instrument in het leven geroepen, het TPI. Hoofdstuk 4 zal het verschil tussen het PEPP en het TPI en het risico op te grote renteversillen (zogenoemde fragmentatierisico) nader toelichten. De ECB Raad van Bestuur wees tijdens de presentatie van het TPI echter het PEPP aan als de eerste verdedigingslinie. Tot op heden is het TPI niet geactiveerd.<sup>47</sup> Het PEPP is dus momenteel het meest flexibele instrument dat de ECB gebruikt om te zorgen voor een goede werking van het monetair beleid. Of en hoe de flexibele herbeleggingen in 2023 en 2024 nog gerelateerd zijn aan de pandemie is moeilijk te achterhalen en wordt door de ECB niet uitgelegd.

*Wanneer* de ECB afwijkt van de kapitaalverdeelsleutel, is wel bekend. De ECB publiceert maandelijks informatie over de netto aankopen onder het PEPP. Daaruit blijkt dat de netto aankopen uit Italië hoger zijn dan wat zou zijn toegestaan onder de kapitaalverdeelsleutel, met name in de eerste maanden van 2020 en 2022.<sup>48</sup> De flexibiliteit van het PEPP geeft ruimte om

---

<sup>45</sup> Böninghausen et al., (2022), "The pandemic emergency purchase programme – an initial review"

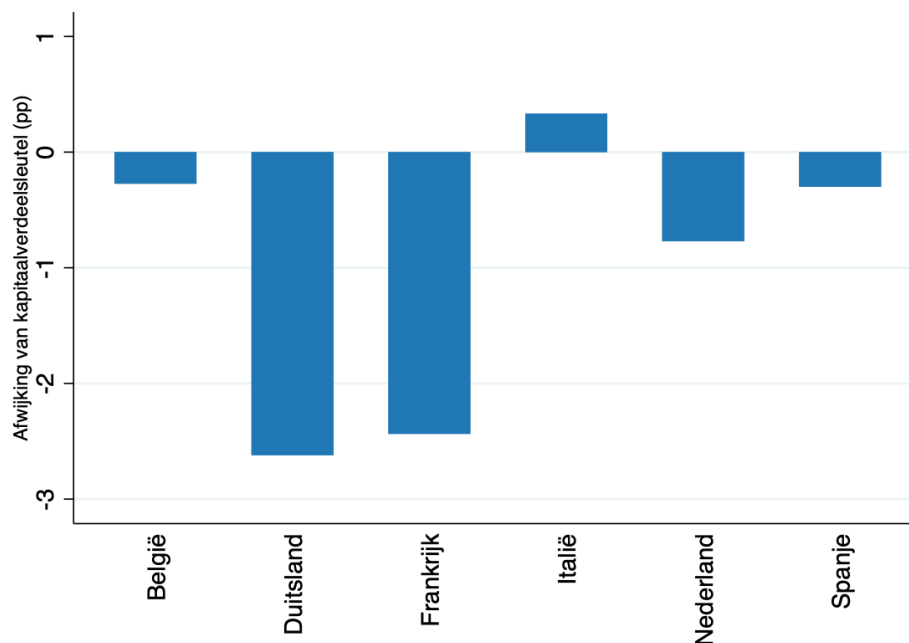
<sup>46</sup> ECB, 'Kapitaal van de ECB', < <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.nl.html> >

<sup>47</sup> ECB, 'The Transmission Protection Instrument', Persbericht, 21 juli 2022, < <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721~973e6e7273.en.html> >

<sup>48</sup> Zie ECB, 'History of public sector securities cumulative purchase breakdowns under the PEPP', < <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html> >

flexibel te (her)beleggen over tijd, waardoor de verdiensten van vrijgevallen obligaties van één land kunnen worden herbelegd in een ander land. Relevanter is daarom de afwijking van de kapitaalverdeelsleutel over de gehele periode van het PEPP, inclusief de herbeleggingen. Figuur 1 laat de afwijking van de kapitaalverdeelsleutel in procentpunten zien van de zes grootste eurolanden.<sup>49</sup> De totale aankopen van staatsobligaties uit alle grote landen, behalve Italië, blijven tot dusverre onder de kapitaalverdeelsleutel. Opgemerkt moet worden dat de ECB de flexibele herbeleggingen zo zou kunnen invullen dat aan het einde van het PEPP (momenteel verwacht aan het eind van 2024) ook Italië aan de kapitaalverdeelsleutel voldoet.

*Figuur 1: Afwijking in procentpunten van de kapitaalverdeelsleutel van de zes grote eurolanden onder het PEPP*



*Bron: Eigen berekening op basis van ECB-statistieken: Breakdown of Public Sector Securities under the PEPP, Net Purchases (2023). Data van maart 2020 tot en met november 2023.*

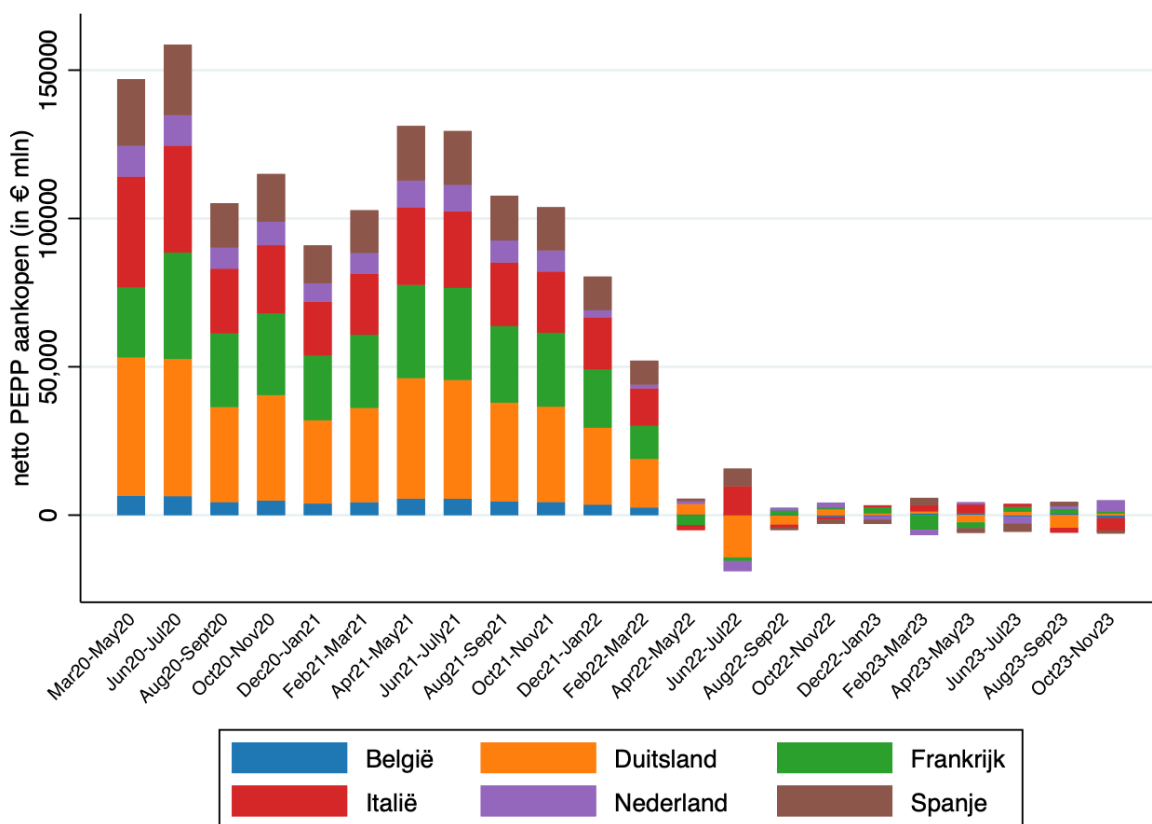
Over de gehele periode van het PEPP (data tot en met november 2023) is gebleken dat het netto percentage opgekocht Italiaanse schuld papier 17,32% is van de totale opkopen, terwijl de kapitaalverdeelsleutel voor Italië is vastgesteld op 16,99%. Dit verschil vertaalt zich in een bedrag van ongeveer 5,5 miljard euro.<sup>50</sup> Dit is een aanzienlijk bedrag, maar in vergelijking met de totale omvang van het PEPP verwaarloosbaar. De totale netto aankopen onder het PEPP zijn sinds maart 2022 gestopt. Desalniettemin heeft de ECB in maanden daarna nog staatsobligaties van Italië gekocht (zie figuur 2). Voor Nederland kan worden opgemerkt dat met name in 2022 de aankopen van schuld papier afnemen, terwijl in de periode oktober en november van 2023 de ECB wel weer staatsobligaties heeft gekocht, zelfs meer dan van enig ander land.

<sup>49</sup> Gebaseerd op de cumulatieve aankopen onder het PEPP van maart 2020 tot en met november 2023. Eigen berekening op basis van ECB-statistieken.

<sup>50</sup> Eigen berekening op basis van ECB-statistieken: < <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html> >

Het is niet ondenkbaar dat met de huidige hogere rentes de ECB tot het einde van de herbeleggingsperiode nog vaker af zal wijken van de kapitaalverdeelsleutel. Volgens de ECB is deze manier van herbeleggen nodig om de goede werking van het monetaire beleid te garanderen.<sup>51</sup> Deze flexibiliteit in combinatie met het gebrek aan transparantie over de afwijkingen van de kapitaalverdeelsleutel zouden de begrotingsdiscipline kunnen verminderen en noodzakelijke bezuinigingen in lidstaten kunnen vertragen. Wanneer markten de aankoop van staatsobligaties door de ECB anticiperen, wordt de marktwerking verstoord. Bovendien zouden lidstaten dan minder geneigd zijn om bezuinigingen door te voeren als ze erop rekenen dat de ECB ingrijpt zodra de marktomstandigheden verslechteren.

Figuur 2: Netto aankopen onder het PEPP (in miljoenen euro)



Bron: ECB, Breakdown of Public Sector Securities under the PEPP, Net Purchases (2023). Data van maart 2020 tot en met november 2023

Ten slotte kan worden opgemerkt dat het PEPP een asymmetrisch instrument is. Het tempo en de omvang van de aankopen zal moeilijk te evenaren zijn in de huidige fase van het afbouwen van de portefeuille. De balansen van de centrale banken in de eurozone zijn sinds de start van het APP in 2015 enorm gegroeid. In 2021 was de balans van de ECB op haar grootst, in omvang

<sup>51</sup> ECB, 'Monetairbeleidsbeslissing', Persbericht 14 december 2023, <  
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp231214~9846e62f62.nl.html> >

zelfs verviervoudigd ten opzichte van 2015.<sup>52</sup> Het lijkt zeer onwaarschijnlijk dat de ECB in datzelfde tempo de balans af kan bouwen zonder dat de financiële stabiliteit in gevaar komt. Acharya et al. (2023) waarschuwen in het geval van de Federal Reserve dat het effect van aan- en verkopen niet symmetrisch is en dat het afbouwen van de centrale bank balans op een voorzichtige manier wenselijk is.<sup>53</sup> Wanneer de ECB doorgaat met asymmetrische opkoopprogramma's zullen de balansen van de centrale banken blijven groeien. Er bestaat een kans dat de balans nooit meer substantieel zal verkleinen tot een omvang vergelijkbaar met de periode voor de start van de opkoopprogramma's. Het is de vraag of dit problematisch is, wanneer de beperkte afbouw van de balans zowel de prijsstabiliteit als financiële stabiliteit waarborgt.

### Juridische beoordeling

De door de vaste commissie voor Financiën van de Tweede Kamer opgeworpen vraag naar de wettigheid van de herbelegging van de aflossingen op obligaties uit het PEPP die de vervaldatum hebben bereikt is intrinsiek verbonden met vraag naar de verenigbaarheid van het PEPP met het EU recht. De herbelegging kan immers worden opgevat als een voortzetting van dit opkoopprogramma.

Bij de inhoudelijke beoordeling van het PEPP en met name diens verenigbaarheid met het EU recht is het juridische referentiekader van toepassing dat het Hof van Justitie van de Europese Unie (HvJ) heeft ontwikkeld en toegepast in de zaak *Gauweiler*<sup>54</sup>, omtrent de door de ECB in september 2012 aangekondigde rechtstreekse monetaire transacties ("Outright Monetary Transactions" - OMT), en navolgend in de zaak *Weiss*<sup>55</sup> omtrent het ECB besluit van (in eerste instantie) januari 2015 over de aankoop van door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen ("Public Sector Asset Purchase Programme" - PSPP). Op de relevantie van deze twee arresten voor het beoordelen van aankoopprogramma's van de ECB is tevens al ingegaan in het rapport uit 2021 van de studiegroep ECB.<sup>56</sup>

Hieruit volgt dat (1) het PEPP-opkoopprogramma gedekt moet zijn door het ECB-mandaat zoals vastgesteld in het primaire Unierecht en (2) de ECB niet disproportioneel mag hebben gehandeld. Bovendien mag het PEPP geen inbreuk vormen op (3) het EU-verbod van monetaire financiering en (4) de zogenoemde *no-bail-out-clausule*. Ook mag het opkoopprogramma niet in strijd zijn met de onafhankelijkheid van de ECB (5).

---

<sup>52</sup> ECB, 'Annual consolidated balance sheet of the Eurosystem', <  
<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/index.nl.html> >

<sup>53</sup> Acharya, V., Chauhan, R., Rajan, R. and Steffen, S. (2023). "Liquidity dependence and the waxing and waning of central bank balance sheets." *NBER Working Paper*, No. 31050.

<sup>54</sup> Zaak C-62/14, *Gauweiler*, ECLI:EU:C:2015:400.

<sup>55</sup> Zaak C-493/17, *Weiss*, ECLI:EU:C:2018:1000.

<sup>56</sup> Studiegroep ECB (2021), "Economische en juridische aspecten van de ECB-opkoopprogramma's", p. 12 e.v.

## 1. Overschrijding van het ECB-mandaat?

In lijn met de redenering van het HvJ in *Gauweiler* en *Weiss* kan voldoende aannemelijk worden aangetoond dat het PEPP is gericht op de verwezenlijking van de primaire monetaire doelstelling van het Eurosysteem. Dit wordt bevestigd door de economische analyse eerder in dit hoofdstuk waaruit blijkt dat de implementatie van het PEPP de gewenste effecten op de financiële markten had. Mogelijke indirecte effecten van het PEPP op de stabiliteit van de eurozone veranderen niets aan zijn kwalificatie als monetair beleid en impliceren niet dat het PEPP moet worden gekwalificeerd als economisch of begrotingsbeleid. Ook is de aan- en verkoop van schuldbewijzen één gebruikelijk monetair beleidsinstrument voor het ESCB.

Voor de herbelegging van de aflossingen op obligaties uit het PEPP die de vervaldatum hebben bereikt is in principe dezelfde argumentatie van toepassing. Immers, herbeleggingen, ongeacht hun volume, kunnen worden opgevat als een hernieuwde uitvoering of voortzetting van het aankoopprogramma.

Als rechtsgrondslagen noemt het PEPP-besluit artikel 127, lid 1, VWEU, in combinatie met artikel 12.1, tweede alinea (in samenhang met artikel 3.1, eerste streepje), en artikel 18.1 van de statuten van het Europees Stelsel van centrale banken (ESCB) en van de Europese Centrale Bank.<sup>57</sup> Artikel 127, lid 1, VWEU en artikel 3.1 statuten ESCB en ECB verwijzen naar de hoofdtaak van de ECB, namelijk het bepalen en ten uitvoer leggen van het monetair beleid van de Unie. Volgens artikel 12.1 statuten ESCB en ECB ligt de verantwoordelijkheid voor het vaststellen van de richtsnoeren en het nemen van besluiten bij de ECB Raad van Bestuur. Artikel 18.1 regelt de bevoegdheden van het Eurosysteem (ECB en nationale centrale banken) met betrekking tot open markt- en krediettransacties.

Wat betreft het koppelen van het PEPP aan het monetaire beleidsmandaat (artikel 127, lid 1, en artikel 282, lid 2, VWEU), vertrouwt de ECB voor het PEPP op een argumentatiestrategie die ook op eerdere aankoopprogramma's is toegepast. Er wordt immers met name gerefereerd aan ernstige risico's voor de prijsstabiliteit en het transmissiemechanisme van het monetaire beleid, maar daarnaast ook aan de economische vooruitzichten in de eurozone als gevolg van ". . . de uitzonderlijke economische en financiële omstandigheden in verband met de verspreiding van de door het coronavirus veroorzaakte ziekte (COVID-19)."<sup>58</sup> De vraag of en in welke mate de herbeleggingen nog steeds nodig zijn, wordt besproken in het kader van de proportionaliteit van de maatregel.

---

<sup>57</sup> Hierna: statuten ESCB en ECB.

<sup>58</sup> Besluit 2020/4040, overweging no. 3.

## 2. Het PEPP: een disproportionele maatregel?

Hoewel men zeker tot verschillende conclusies kan komen bij de economische beoordeling van de voor- en nadelen van het PEPP, kan juridisch niet onomstotelijk worden vastgesteld dat de oorspronkelijke aankopen of de herbeleggingen disproportioneel zijn. In deze context moet wel worden opgemerkt dat de rechtvaardiging van de noodzaak van herbeleggingen moeilijker wordt naarmate het tijdsverloop tussen deze aankopen en de pandemie groter wordt.

In het rapport van 2021 rapport van de studiegroep ECB<sup>59</sup> werd al verwezen naar het standpunt van het HvJ dat heeft benadrukt dat “. . . maatregelen die de ECB neemt ten uitvoerlegging van het monetaire beleid [...] proportioneel moeten zijn.<sup>60</sup>” Het PEPP moet dus (2.1) geschikt en bovendien ook (2.2) noodzakelijk zijn om het beoogde doel te bereiken, omdat er geen minder ingrijpende maar even effectieve maatregel denkbaar is. Daarnaast moet het PEPP (2.3) gepast/redelijk zijn doordat het met dit opkoopprogramma beoogde doel niet buiten verhouding staat met de ernst van de (mogelijke) gevolgen (proportionaliteit stricto sensu).<sup>61</sup> Hierbij moet in gedachten worden gehouden dat als het gaat om de (rechtelijke) toetsing van de inachtneming door de ECB van het proportionaliteitsbeginsel het HvJ heeft bepaald “. . . dat waar technische keuzes en complexe prognoses en afwegingen moeten worden gemaakt, zoals bij het uitwerken en uitvoeren van een opkoopprogramma, de ECB over een ruime beoordelingsbevoegdheid beschikt.”<sup>62</sup> Wel heeft het HvJ benadrukt dat ECB bepaalde procedurele waarborgen in acht moet nemen bij het nemen van een dergelijke besluit, zoals “. . . alle relevante gegevens van de betrokken situatie zorgvuldig en onpartijdig te onderzoeken en om zijn besluiten toereikend te motiveren.”<sup>63</sup> Daarnaast beperkt de rechterlijke controle van het HvJ zich tot het beoordelen van de vraag of de economische analyse van de ECB die haar doet concluderen dat een maatregel passend is, in de monetaire en financiële omstandigheden van de eurozone, om bij te dragen aan het bereiken van de doelstelling van het handhaven van prijsstabiliteit, een kennelijke beoordelingsfout bevat.

### 2.1 Geschiktheid

De vraag of het PEPP-opkoopprogramma op zichzelf wel geschikt is om de negatieve economische gevolgen van de pandemie voor de prijsstabiliteit en behoorlijke werking van transmissiemechanisme te adresseren is in wezen van economische aard. Rekening houdend met het standpunt van het HvJ bij de beoordeling van het OMT en het PSPP is de studiegroep van mening dat de door het ESCB gemaakte beoordeling van de oorspronkelijke economische situatie volgens welke het PEPP in de monetaire en financiële omstandigheden van de

---

<sup>59</sup> Studiegroep ECB (2021), p. 14 e.v.

<sup>60</sup> Zaak C-493/17, *Weiss*, para. 71, o.a. onder verwijzing naar de zaak C-62/14, *Gauweiler*.

<sup>61</sup> Studiegroep ECB (2021), (supra, vn. 16), p. 15.

<sup>62</sup> Zaak C-493/17, ro. 73; Studiegroep ECB (2021), (supra, vn. 16), p. 15.

<sup>63</sup> Zaak C-62/14, *Gauweiler*, para. 69.

eurozone een bijdrage kon leveren aan de handhaving van de prijsstabiliteit tijdens de pandemie, geen kennelijke beoordelingsfout bevat.<sup>64</sup>

Gelet op de contextspecificiteit van het PEPP, die aantoonbaar groter is dan voor andere aankoopprogramma's, rijst echter de vraag wat de gevolgen zijn van het feit dat, hoewel COVID-19 nog steeds een aanhoudend gezondheidsprobleem is, het in ieder geval door de Wereldgezondheidsorganisatie (WHO) niet langer wordt beschouwd als een wereldwijde noodsituatie op het gebied van de volksgezondheid<sup>65</sup>, voor de juridische houdbaarheid van de voortzetting van het PEPP en met name de herbelegging van aflossingen op obligaties. Beslissend in dit kader is de economische vraag op welk moment mogelijke risico's voor de handhaving van de prijsstabiliteit in het eurozone niet langer kunnen worden toegeschreven aan de gevolgen van de pandemie en dus niet langer door deze kunnen worden gerechtvaardigd. Deze vraag kan niet eenduidig in economische termen worden beantwoord.

## *2.2 Noodzakelijkheid*

De ECB heeft de noodzaak van het PEPP naast andere instrumenten, zoals het OMT en het PSPP benadrukt door te stellen dat het noodzakelijk is om een beleidsinstrument beschikbaar te maken dat "... een hoge mate van flexibiliteit in het ontwerp en de tenuitvoerlegging" heeft, om op de "... uitzonderlijke, snel evoluerende en onzekere omstandigheden" tijdens de pandemie te kunnen reageren.<sup>66</sup> Tegelijkertijd blijkt uit het publiek toegankelijke verslag van de monetairbeleidsvergadering van 18 maart 2020 ook dat de noodzaak van het PEPP in de Raad van Bestuur aan de orde is geweest:

"Sommige leden hadden bedenkingen bij de noodzaak van een nieuw, specifiek programma voor de aankoop van activa. Hoewel deze leden het eens waren met de duidelijke behoefte aan actie, gaven ze er de voorkeur aan het bestaande instrumentarium van de Raad van Bestuur te gebruiken, zoals het opschalen van het huidige APP of het overwegen van Outright Monetary Transactions (OMT's)." <sup>67</sup>

Echter, het feit dat sommige leden Raad van Bestuur de noodzaak van de maatregel in twijfel hebben getrokken, betekent niet noodzakelijkerwijs dat de maatregel in juridische zin als disproportioneel moet worden beoordeeld.

Voor de vraag of het PEPP niet kennelijk verder gaat dan nodig is om de met dit opkoopprogramma gewenste doelstellingen te bereiken moeten de bevindingen van het HvJ in zijn beoordeling van de verenigbaarheid met het EU recht van eerdere aankoopprogramma's

---

<sup>64</sup> Zo in vergelijkbare bewoording m.b.t. PSPP in zaak C-493/17, ro. 78.

<sup>65</sup> Statement on the fifteenth meeting of the IHR (2005) Emergency Committee on the COVID-19 pandemic, 5 May 2023. < [https://www.who.int/news/item/05-05-2023-statement-on-the-fifteenth-meeting-of-the-international-health-regulations-\(2005\)-emergency-committee-regarding-the-coronavirus-disease-\(covid-19\)-pandemic](https://www.who.int/news/item/05-05-2023-statement-on-the-fifteenth-meeting-of-the-international-health-regulations-(2005)-emergency-committee-regarding-the-coronavirus-disease-(covid-19)-pandemic) >

<sup>66</sup> Besluit 2020/4040, overweging no. 3.

<sup>67</sup> Ibid.



(het OMT en het PSPP) in overweging worden genomen. Met betrekking tot het OMT merkten de Europese rechters ten gunste van de juridische houdbaarheid van dat opkoopprogramma op dat volgens het ECB besluit alleen dan mag worden overgegaan tot de aankoop van staatsobligaties als deze noodzakelijk zijn om de met het OMT-programma gewenste doelstellingen te bereiken, waarbij aankopen dus ook weer worden stopgezet zodra die doelstellingen zijn verwezenlijkt.<sup>68</sup> Ook met betrekking tot het PSPP hebben de Europese rechters het belang van de doelmatigheid en tijdelijkheid van dat aankoopprogramma benadrukt.<sup>69</sup> Deze overwegingen kunnen in principe ook op het PEPP worden toegepast. Dit opkoopprogramma is tijdelijk en gekoppeld aan de buitengewone economische en marktomstandigheden als gevolg van de pandemie en gericht op het in staat stellen van de ECB om haar mandaat uit te kunnen blijven oefenen.<sup>70</sup>

In zoverre dat de duur van de uitvoering van dit opkoopprogramma niet reeds als problematisch kan worden beschouwd in de context van de geschiktheid van het PEPP, rijst de vraag of de herbeleggingen in de loop van de tijd nog steeds als noodzakelijk kunnen worden beschouwd. Met andere woorden, kunnen mogelijke risico's voor de handhaving van de prijsstabiliteit in het eurozone die de aanleiding zijn voor herbeleggingen tot het tot nu toe beoogde einde van de looptijd (einde van 2024) overtuigend worden toegeschreven aan de gevolgen van de pandemie?

Een ander aspect waarmee het HvJ rekening heeft gehouden bij de beoordeling van de noodzaak van eerdere aankoopprogramma's is het bestaan van maatregelen waardoor de omvang van een opkoopprogramma wordt beperkt. In het PEPP besluit wordt vermeld dat aankopen "... worden uitgevoerd voor zover dit noodzakelijk en evenredig wordt geacht om de bedreigingen van de buitengewone economische en marktomstandigheden voor het vermogen van het Eurosysteem om zijn mandaat uit te voeren te bestrijden."<sup>71</sup> Dit suggereert dat aankopen dus niet onvoorwaardelijk doorgaan maar ook weer worden stopgezet als de bedreiging door buitengewone economische en marktomstandigheden als gevolg van de pandemie verdwenen zijn en de doelstelling van het aankoopprogramma dus bereikt is. Terwijl, anders dan voor het PSPP, het PEPP-besluit geen concrete einddatum bevat, blijkt de tijdelijkheid van deze maatregel zowel uit de overwegingen van het besluit en diens artikel 1, lid 1. Tegelijkertijd worden, anders dan bijvoorbeeld voor het OMT en het TPI, aankopen in het kader van het PEPP vooraf in volume beperkt.<sup>72</sup> Daarentegen bevat het PEPP besluit geen bepaling over herbelegging en worden deze in principe ook niet vooraf in volume beperkt.

---

<sup>68</sup> Zaak C-62/14, ro. 82.

<sup>69</sup> Zaak C-493/17, ro. 84.

<sup>70</sup> Art. 4 Besluit 2020/440.

<sup>71</sup> Art. 4 Besluit 2020/440.

<sup>72</sup> Ibid., art. 1.

### 2.3 Noodzakelijke afweging van voor- en nadelen

Hoewel men zeker tot verschillende conclusies kan komen bij de economische beoordeling van de voor- en nadelen van het PEPP, kan juridisch niet boven elke twijfel verheven worden vastgesteld dat de ECB hier een kennelijke beoordelingsfout heeft gemaakt.

Het proportionaliteitsbeginsel *stricto sensu* houdt in dat de ECB bij het nemen van een besluit de verschillende betrokken belangen onderling afweegt ". . . teneinde daadwerkelijk te voorkomen dat zich bij de uitvoering van het betrokken programma nadelen kunnen voordoen die kennelijk buiten verhouding staan tot de doelstellingen ervan."<sup>73</sup> Dergelijke negatieve effecten kunnen bijvoorbeeld verband houden met de begrotingsdiscipline van lidstaten en verliezen die voortvloeien uit het opkoopprogramma.

Uit het publiek toegankelijke verslag van de monetairbeleidsvergadering van 18 maart 2020 blijkt, dat het PEPP besluit is gebaseerd op een uitgebreide economische, monetaire en financiële analyse van de situatie in het eurozone.<sup>74</sup> Gedetailleerde informatie over het besluitvormingsproces is echter niet toegankelijk en kan hier dus ook niet worden beoordeeld.<sup>75</sup>

In het kader van het OMT heeft het HvJ met name het beperken van aankopen van staatsobligaties tot lidstaten die deelnemen aan een macro-economisch aanpassingsprogramma (conditionaliteit) en opnieuw toegang hebben tot de obligatiemarkt als een belangrijk aspect beschouwt om negatieve effecten op de begrotingsdiscipline van lidstaten te beperken.<sup>76</sup> Anders dan bij het OMT en ook bij het TPI (zie hoofdstuk 4) wordt de aankoop van staatsobligaties bij het PEPP niet expliciet gekoppeld aan het Europese begrotingskader en de buitensporige tekort- en macro-economische onevenwichtighedenprocedure.<sup>77</sup> In dit kader moet echter wel rekening worden gehouden met het feit dat de Europese Commissie en de Raad van de Europese Unie zelf de multilaterale toezicht- en buitensporige tekortprocedure aan het begin van de pandemie buiten werking hebben gesteld met beroep op de zogenoemde 'escape clauses' in de EU Verordeningen 1466/97 en 1467/97.

Met betrekking tot de met openmarkttransacties verbonden risico van verliezen (wanbetaling door emittenten) heeft het HvJ al in het kader van de beoordeling van het OMT opgemerkt dat dergelijke risico's 'onvermijdelijk' zijn. De Europese rechters hebben erop gewezen dat ". . . artikel 33 van het protocol betreffende het ESCB en de ECB juist bepaalt hoe de verliezen van

---

<sup>73</sup> Zaak C-62/14, ro. 91.

<sup>74</sup> ECB, 'Monetairbeleidsverslagen', 18 maart 2020 < [https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2020/html/ecb.mg200409\\_1~baf4b2ad06.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2020/html/ecb.mg200409_1~baf4b2ad06.en.html) >

<sup>75</sup> De ECB publiceert geen gedetailleerde notulen van vergaderingen van de Raad van Bestuur (minutes of meetings).

<sup>76</sup> Zaak C-62/14, ro. 86.

<sup>77</sup> Voor het juridische kader zie: Amtenbrink, F. en Vedder, H., *Recht van de Europese Unie* (Boom juridische uitgever, 2022).

de ECB moeten worden verdeeld, zonder dat de risico's die zij mag nemen om de doelstellingen van het monetair beleid te verwezenlijken, specifiek zijn begrensd."<sup>78</sup>

Dit betekent echter niet dat de ECB geen rekening hoeft te houden met de risico's. In zijn juridische beoordeling van het PSPP geeft het HvJ belangrijke aanwijzingen met betrekking tot het type risico-beperkende maatregelen die de ECB in het kader van een opkoopprogramma kan nemen<sup>79</sup>:

- Beperken van de aankoop tot obligaties die aan hoge criteria voldoen (verminderen van het risico van wanbetaling) en toezicht door de ECB op het naleven van deze criteria door nationale centrale banken bij aankopen;
- Tijdelijkheid van het aankoopprogramma;
- Beperking van het aankoopvolume, bijv. door:
  - Vaststelling van een maandelijks bedrag voor de aankoop van schuldbewijzen (waarbij noodzakelijke herzieningen mogelijk zijn);
  - Vaststelling van strikte maxima voor de aankoop per emissie en per emittent;
- Beperken van aankopen van in aanmerking komende obligaties door nationale centrale banken van emittenten van hun eigen land (geen risico voor nationale centrale banken door wanbetalers uit andere lidstaten);
- Verliezen van nationale centrale banken op obligaties van emittenten van hun eigen lidstaat worden *NIET* verdeeld in het ESCB (bij het PSPP bestond alleen een regel voor verliezen die voortvloeiden uit door internationale emittenten uitgegeven obligaties);
- ESCB houdt naar behoren rekening met de risico's die de aankoop van een aanzienlijke hoeveelheid schuldbewijzen in voorkomend geval voor de nationale centrale banken kan meebrengen.

De risicoverdeling tussen ECB en nationale centrale banken is vergelijkbaar met het PSPP. Ook heeft de ECB, net als bij het PSPP, risico-beperkende maatregelen genomen. Zoals eerder in dit hoofdstuk werd uitgelegd moeten obligaties aan dezelfde beleenbaarheidscriteria voldoen die in het kader van het PSPP van toepassing zijn, op één uitzondering na: Griekenland. Ook is het aankoopvolume van het PEPP specifiek beraamd. De aankopen worden door de nationale centrale banken gedaan en zijn, met ruimte voor flexibiliteit, gebaseerd op de kapitaalverdeelsleutel. Eerder in dit hoofdstuk is opgemerkt dat in een aantal gevallen van deze kapitaalverdeelsleutel is afgeweken, waarbij het hieraan verbonden risico een verminderde marktdiscipline en begrotingsdiscipline in bepaalde lidstaten is. Daarentegen beweert de ECB dat met name herbeleggingen nodig zijn om de goede werking van het monetaire beleid te garanderen.

---

<sup>78</sup> Zaak C-62/14, ro. 125.

<sup>79</sup> Zaak C-493/17, ro. 95-99.

### 3. Het PEPP: een geval van verboden monetaire financiering van specifieke lidstaten?

Art. 123 VWEU bevat een verbod op monetaire financiering, dat wil zeggen “. . . elke financiële bijstand door het ESCB ten behoeve van een lidstaat.”<sup>80</sup> Noch de ECB noch nationale centrale banken is het toegestaan om rechtstreeks van lidstaten schuldbewijzen te kopen. Daarentegen wordt de aankoop van het ESCB van eerder door een lidstaat uitgegeven staatsobligaties van de schuldeisers van deze lidstaten (secundaire markt) in principe juist niet uitgesloten.

Het HvJ heeft echter ook benadrukt dat aankopen op de secundaire markt niet zodanig moeten plaatsvinden, dat zij “. . . in de praktijk hetzelfde effect zouden geven als een rechtstreekse aankoop van staatsobligaties van overheidsinstanties en publiekrechtelijke lichamen van de lidstaten, en aldus afbreuk zouden doen aan de werking van het verbod van artikel 123, lid 1, VWEU.”<sup>81</sup> Zo hebben de Europese rechters erop gewezen dat het doel van het verbod op monetaire financiering is om

“. . . de lidstaten ertoe aan te zetten een gezond begrotingsbeleid te voeren door te voorkomen dat een monetaire financiering van overheidstekorten of een bevoorrechte toegang van overheden tot de kapitaalmarkten leidt tot een bovenmatige schuldenlast of buitensporige begrotingstekorten van de lidstaten.”<sup>82</sup>

Concreet betekent dit dat aankopen in het kader van het PEPP moeten voldoen aan voorwaarden die ervoor zorgen dat marktdeelnemers *niet* kunnen anticiperen op de aankoop van staatsobligaties door het ESCB op de secundaire markt en de daaraan verbonden voorwaarden. In dit kader heeft het Hof van Justitie in het verleden als voldoende geacht dat de Raad van Bestuur van de ECB bevoegd is om “. . . te beslissen over de omvang, het starten, het continueren en de opschorting van de interventies op de secundaire markt”, en het ESCB bovendien een minimum termijn tussen de uitgifte van een schuldbewijs op de primaire markt en de aankoop ervan op de secundaire markt in acht neemt, als ook een besluit tot aankopen en de omvang van dergelijke aankopen niet op voorhand bekend maakt.<sup>83</sup>

### 4. Het PEPP: een schending van de no-bail-out-clausule?

De aankoop van staatsobligaties van lidstaten zou kunnen worden geïnterpreteerd als een financiële bijstand die als zodanig dan in strijd zou kunnen zijn met artikel 125 VWEU. Een dergelijke conclusie zou echter gebaseerd zijn op een interpretatie van deze bepaling die niet wordt ondersteund door de rechtspraak van het HvJ.

---

<sup>80</sup> Zaak C-493/17, ro. 94.

<sup>81</sup> Zaak C-493/17, ro. 97.

<sup>82</sup> Zaak C-493/17, ro. 100.

<sup>83</sup> Zaak C-493/17, ro. 106-107.

Volgens artikel 125 VWEU is de Unie of een lidstaat niet aansprakelijk voor de verbintenissen van een andere lidstaat en mag deze verplichtingen ook niet overnemen. Het HvJ heeft immers in *Pringle* met betrekking tot de verenigbaarheid van het Europese Stabiliteitsmechanisme (ESM) met het EU-recht bepaald dat artikel 125 VWEU “. . . niet bedoelt de Unie en de lidstaten te verbieden financiële bijstand in enige vorm aan een andere lidstaat te verlenen.”<sup>84</sup> In plaats daarvan beoogd deze bepaling ervoor te zorgen dat “. . . de lidstaten bij het aangaan van schulden onderworpen blijven aan de marktlogica, daar dit verbod hen ertoe moet aanzetten een begrotingsdiscipline te handhaven.”<sup>85</sup> Verboden is dus financiële bijstand “. . . die tot gevolg zou hebben dat afbreuk wordt gedaan aan de stimulans ten aanzien van de lidstaat die de bijstand ontvangt, om een gezond begrotingsbeleid te voeren.”<sup>86</sup>

Het feit dat met de aankoop van staatsobligaties positieve invloed kan hebben op de financiering van een lidstaat wordt door het HvJ niet als inbreuk op dit beginsel opgevat omdat volgens de Europese rechters “. . . het voeren van het monetaire beleid impliceert dat voortdurend invloed wordt uitgeoefend op de rentevoeten en op de voorwaarden voor herfinanciering van de banken, hetgeen noodzakelijkerwijs gevolgen heeft voor de voorwaarden voor financiering van de overheidsschuld van de lidstaten.”<sup>87</sup>

Opvallend is wel dat het PEPP-besluit anders dan bij het OMT (activering is gekoppeld aan het bestaan van een passend programma van de Europese Faciliteit voor financiële stabiliteit/Europees Stabiliteitsmechanisme (EFSF/ESM) en het TPI (zie hoofdstuk 4) geen voorwaarden bevat die erop gericht zijn lidstaten tot begrotingsdiscipline aan te sporen. Bij de beoordeling van het PEPP moet echter diens doelstelling in de context van de uitzonderlijke economische situatie van de coronapandemie in acht worden genomen evenals het hierboven vermelde uitstel het multilaterale economische toezicht op het begrotingsbeleid van de lidstaten door de Europese Commissie en de Raad.

##### *5. Inbreuk op de onafhankelijkheid van de ECB?*

De ECB is een van de meest onafhankelijke centrale banken ter wereld.<sup>88</sup> Haar onafhankelijkheid is verankerd in het primaire recht van de Unie (artikel 130 VWEU en artikel 7 Statuten ESCB en ECB), dat alleen kan worden herzien door middel van de verdragswijziging procedure (Artikel 48 VEU). Deze hoge mate van onafhankelijkheid strekt zich uit tot de NCB-en van de lidstaten, die ook beschermd zijn tegen politieke beïnvloeding en die ook geen instructies van derden mogen vragen of aanvaarden.

---

<sup>84</sup> Zaak C-370/12, ro. 130 e.v.

<sup>85</sup> Ibid., ro. 135.

<sup>86</sup> Ibid., ro. 136.

<sup>87</sup> Zaak C-493/17, ro. 130.

<sup>88</sup> Amtenbrink, F. and Markakis, M., “The Legitimacy and Accountability of the ECB at the Age of Twenty” In: Beukers, T, Fromage, D., and Monti, G., *The New European Central Bank* (Oxford University Press, 2022), 265-291.

De zeer grote schaal van de aankoop van staatsobligaties via het PEPP zou door sommigen kunnen worden gezien als een bedreiging voor de onafhankelijkheid van de ECB, aangezien de ECB nu zeer veel obligaties aanhoudt in vergelijking met haar balans of die van het Eurosysteem. De studiegroep ziet echter geen probleem in de groeiende omvang van de balans van de ECB en NCB-en als gevolg van de opkoopprogramma's voor de onafhankelijkheid. Een mogelijk negatieve kapitaalpositie van zowel de ECB als de NCB-en levert geen belemmeringen op voor haar operationele activiteiten. Hoofdstuk 5 zal verder ingaan op de effecten van een negatieve kapitaalpositie van ECB en NCB-en.

## Hoofdstuk 4. Economische en juridische analyse van het transmissiebeschermingsinstrument (TPI)

In overeenstemming met het door de vaste commissie voor Financiën van de Tweede Kamer geformuleerd mandaat wordt in dit hoofdstuk het door de ECB afgekondigde transmissie beschermingsinstrument ("Transmission Protection Instrument" - TPI) toegelicht en geanalyseerd.

### Achtergrond

Op 9 juni 2022 besloot de Raad van Bestuur van de ECB om de netto aankopen in het kader van haar opkoopprogramma's (het APP) per 1 juli 2022 te beëindigen en te starten met renteverhogingen.<sup>89</sup> Vanwege verslechterend marktsentiment kwam de ECB kort daarop in spoedvergadering bijeen. Hierna kondigde de ECB op 15 juni 2022 de invoering van een nieuw 'anti-fragmentatie' instrument aan.<sup>90</sup> Met het besluit van 21 juli 2022 heeft de ECB vervolgens het zogenoemde transmissie beschermingsinstrument (TPI) geïntroduceerd. Dit instrument staat los van het PEPP en andere (in het verleden aangekondigde) opkoopprogramma's en vervangt deze dus ook niet.<sup>91</sup> Tegelijkertijd heeft de Raad van Bestuur van de ECB benadrukt dat het de flexibele herbelegging in het kader van het PEPP beschouwt als ". . . eerste verdedigingslinie om risico's voor het transmissiemechanisme in verband met de pandemie tegen te gaan."<sup>92</sup>

Kort samengevat staat het TPI voor een nieuw opkoopprogramma in de vorm van een stand-by instrument dat het mogelijk maakt om op de secundaire kapitaalmarkt schuldbewijzen op te kopen. Het is een selectief programma omdat wordt beoogd dat de aankoop wordt beperkt tot schuldbewijzen die zijn uitgegeven ". . . in rechtsgebieden die een verslechtering van de financieringsvoorwaarden ondervinden die niet wordt gerechtvaardigd door land specifieke economische gegevens."<sup>93</sup> Terwijl het programma focust op de selectieve aankoop van staatsobligaties (met een resterende looptijd van 1 tot 10 jaar) is de aankoop van schuldbewijzen uit de particuliere sector niet bij voorbaat uitgesloten, indien dit 'nodig' wordt geacht.

Aankopen zijn niet vooraf beperkt in omvang, maar worden geacht gerelateerd te zijn aan

---

<sup>89</sup> ECB, 'Combined monetary policy decisions and statement', 9 June 2022, <  
<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/shared/pdf/ecb.ds220609~7434064bed.en.pdf> >

<sup>90</sup> ECB, 'Statement after the ad hoc meeting of the ECB governing council', 15 juni 2022, <  
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220615~2aa3900e0a.en.html> >

<sup>91</sup> ECB, 'Monetairbeleidsbeslissingen', 21 juli 2022, <  
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220721~53e5bdd317.nl.html> >

<sup>92</sup> Eigen vertaling. Zie: ECB, 'The Transmission Protection Instrument, persbericht', 21 juli 2022 <  
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721~973e6e7273.en.html> >

<sup>93</sup> Eigen vertaling. Ibid.

“... de ernst van de risico's waarmee de transmissie van het monetaire beleid wordt geconfronteerd.”<sup>94</sup> Het in werking stellen van het TPI wordt dus rechtstreeks gekoppeld aan het bestaan van risico's voor de werking van het monetaire transmissiemechanisme en dus, het “... proces waardoor monetaire operaties uiteindelijk de inflatie en de economische groei beïnvloeden.”<sup>95</sup> De ECB heeft in dit kader benadrukt dat het TPI ervoor moet zorgen dat haar monetaire beleid “... soepel wordt doorgegeven in alle landen van de eurozone.”<sup>96</sup>

De ECB heeft verder toegelicht dat:

“Een besluit van de Raad van Bestuur om het TPI te activeren zal zijn gebaseerd op een uitgebreide beoordeling van markt- en transmissie-indicatoren, een evaluatie van de aankoopcriteria en een oordeel dat de activering van aankopen in het kader van het TPI evenredig is aan de verwezenlijking van de primaire doelstelling van de ECB.”<sup>97</sup>

In tegenstelling tot bij het PEPP heeft de ECB de omstandigheden gespecificeerd, waaronder de activering van het TPI naar haar mening is gerechtvaardigd. Ten eerste kan het TPI worden geactiveerd “... to counter unwarranted, disorderly market dynamics that pose a serious threat to the transmission of monetary policy across the euro area.”<sup>98</sup> Dit betekent dat TPI-aankopen zijn gerechtvaardigd “... in jurisdictions experiencing a deterioration in financing conditions not warranted by country-specific fundamentals.”<sup>99</sup>

Daarnaast gaat de ECB na of “... countries pursue sound and sustainable fiscal and macroeconomic policies”, alvorens tot activering over te gaan.<sup>100</sup> Daartoe bevat het besluit van 21 juli 2022 vier criteria die de ECB overweegt bij het nemen van een besluit tot aankoop van staatsobligaties<sup>101</sup>:

- De 'naleving van het EU-begrotingskader': onduidelijk is hoe zwaar de ECB het starten van een buitensporig tekortprocedure meeweegt. Er wordt immers ook verwezen de situatie dat een land geen doeltreffende maatregelen naar aanleiding van een aanbeveling van de Raad van de EU (artikel 126, lid 7, VWEU) heeft genomen.
- Geen 'ernstige macro-economische onevenwichtigheden': ook bij deze voorwaarden is onduidelijk of het opstarten van een buitensporige tekortprocedure een belangrijke factor is in de overwegingen van de ECB. Er wordt immers ook gerefereerd aan de

---

<sup>94</sup> Ibid.

<sup>95</sup> De Nederlandsche Bank, 'Waarom de ECB vaker nieuwe instrumenten inzet', DNBulletin, 22 augustus 2022 < <https://www.dnb.nl/algemeen-nieuws/dnbulletin-2022/waarom-de-ecb-vaker-nieuwe-instrumenten-inzet/> >. Zie ook Jan Kakes, Inge Klaver en René Rollingswier, 'Het monetaire instrumentarium van het Eurosysteem in onconventionele tijden', DNB Occasional Studies Vol. 20(2).

<sup>96</sup> Eigen vertaling. Zie: ECB, 'The Transmission Protection Instrument', 21 juli 2022. < <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721~973e6e7273.nl.html> >

<sup>97</sup> Ibid.

<sup>98</sup> Ibid.

<sup>99</sup> Ibid.

<sup>100</sup> Ibid.

<sup>101</sup> Ibid.



situatie dat een lidstaat in gebreke blijft bij het nemen van de aanbevolen corrigerende maatregelen in een lopende macro-economische onevenwichtigheidsprocedure naar aanleiding van een aanbeveling van de Raad van de EU (artikel 121, lid 4, VWEU).

- De 'houdbaarheid van de begroting': de Raad van Bestuur geeft aan zelf te willen vaststellen of ". . . het traject van de overheidsschuld houdbaar is [...], indien beschikbaar, rekening houdend met de schuldhoudbaarheidsanalyses van de Europese Commissie, het Europees Stabiliteitsmechanisme, het Internationaal Monetair Fonds en andere instellingen, samen met de interne analyse van de ECB."<sup>102</sup>
- Een 'gezond en houdbaar macro-economisch beleid': de ECB verwijst hier naar de toezeggingen die lidstaten hebben gemaakt in hun herstel- en veerkrachtplannen ("Resilience and Recovery Plans") in het kader van de Europese herstel- en veerkrachtfaciliteit ("European Resilience and Recovery Facility"),<sup>103</sup> en bovendien ook naar de voor een land specifieke aanbevelingen op begrotingsgebied van de Europese Commissie in het kader van het huidige Europees semester.<sup>104</sup>

Ten tijde van de voltooiing van dit rapport had de ECB het TPI nog niet geactiveerd.<sup>105</sup>

### Economische beoordeling

Sinds juli 2022 gebruikt de ECB het tijdelijke PEPP als eerste verdedigingslinie tegen fragmentatierisico, door de aflossingen van obligaties flexibel (lees, asymmetrisch) te herbeleggen. Het TPI kan worden gezien als een permanent instrument om de spreads op staatsobligaties te beheersen. Een overeenkomst tussen het PEPP en het TPI is dat onder beide programma's de verdeling van aankopen van obligaties over de eurolanden kunnen afwijken van de verdeling op basis van de kapitaalverdeelsleutels. Bij eerdere opkoopprogramma's, zoals het APP, was dit niet het geval, waardoor geen bevoordeling van landen plaatsvond.

#### *1. Doelstelling*

In vergelijking met eerdere opkoopprogramma's is de koppeling tussen het TPI en de doelstelling van de ECB minder duidelijk. Het in 2015 gestarte APP had tot doel om, in een omgeving van deflatierisico, de inflatie en de inflatieverwachtingen in de eurozone als geheel terug te brengen naar niveaus die dicht bij het doel van de ECB liggen (op dat moment een inflatie van dichtbij, maar onder 2%). De ECB probeerde dat doel te bereiken door met het APP de kapitaalmarktrente te verlagen en de bestedingen te stimuleren. Daarmee was het APP direct gekoppeld aan het mandaat van de ECB (i.e. het handhaven van prijsstabiliteit in de eurozone als geheel). Het APP werd ingevoerd in een tijd waarin het traditionele monetaire

---

<sup>102</sup> Ibid.

<sup>103</sup> Verordening 2021/2021, OJ 2021 L 57/17, art. 18.

<sup>104</sup> Let op. Als het voorstel van de Europese Commissie voor de vervanging van Verordening 1466/97 door de Raad en het Europese Parlement wordt aangenomen, zal dit de werkwijze van het Europees semester aanzienlijk veranderen.

<sup>105</sup> Met ingang van 30 januari 2024.

beleidsinstrument (de depositorente) ineffectief was geworden door het naderen van de effectieve ondergrens van deze rente. Het APP kon dus worden gezien als een noodzakelijk substituut voor de korte rente. Intussen heeft de ECB de depositorente verhoogd tot ver boven de effectieve ondergrens. Het traditionele beleidsinstrument is daarmee weer effectief geworden. Vanuit de macro-economische theorie is niet duidelijk dat er een tweede instrument (het TPI) nodig is om op Europees niveau de prijsstabiliteit te handhaven. In standaard macro-economische modellen zou het TPI een overbodig instrument zijn.

Volgens de ECB is het TPI desondanks nodig omdat het uiteenlopen van rentestanden binnen het eurozone de transmissie van monetair beleid kan belemmeren en het risico op fragmentatie vergroot. Als veranderingen in de beleidsrente van de ECB verschillend doorwerken op de leencondities in de eurolanden, ondermijnt dat volgens de ECB de eenheid van het monetaire beleid. Een voorbeeld is wanneer een stijging van de beleidsrente tot een scherpere stijging van hypotheekrentes of kredietrentes voor bedrijven in zwaar verschuldigde landen binnen de eurozone zou leiden. De ECB spreekt dan van financiële fragmentatie. Er zijn dan landen waarin de leenvoorwaarden beter of slechter zijn dan het gemiddelde in de eurozone. Dit zou ertoe kunnen leiden dat de economische ontwikkelingen in de eurolanden uiteen gaan lopen. Volgens de ECB vormt dit een belemmering bij de uitvoering van haar taak. Het TPI moet de ECB dan ook in staat stellen om de renteversillen op staatsobligaties van de eurolanden te beheersen, door (asymmetrisch) staatsschuld op te kopen van eurolanden waarvan de rente te sterk uitstijgt boven het gemiddelde in de eurozone.

Heterogeniteit is vanaf de start in 1999 een karakteristiek van het eurogebied. Deze kan vele verschillende oorzaken hebben. Naast uiteenlopende leenvoorwaarden kan men bijvoorbeeld denken aan asymmetrische schokken, structurele verschillen in markten en marktwerking, een verschillende mate van loon- en prijsflexibiliteit, verschillen in nationaal begrotingsbeleid en de plaatselijke dynamiek op de huizenmarkt.<sup>106</sup> De heterogeniteit uit zich in verschillen in economische groei en inflatie tussen eurolanden. Soms zijn deze verschillen wenselijk, bijvoorbeeld wanneer een euroland een lagere inflatie nodig heeft om de concurrentiepositie binnen de muntunie te herstellen. Maar meestal is heterogeniteit binnen een muntunie onwenselijk, omdat het betekent dat de centrale bank het monetair beleid niet goed kan afstemmen op de economische condities in de lidstaten. Dit is het bekende 'one size fits all' probleem.

Met het conventionele monetaire beleid – via de korte beleidsrente – kan de ECB geen invloed uitoefenen op de heterogeniteit tussen eurolanden. De nieuwe beleidsinstrumenten die na de kredietcrisis zijn ontwikkeld bieden hiertoe echter wel mogelijkheden. Zo is de liquiditeitsverschaffing aan het bankwezen door middel van langlopende herfinancieringstransacties ("Long Term Refinancing Operations" - LTROs) in de periode 2011-2012 asymmetrisch benut. De LTRO-liquiditeiten zijn onevenredig terecht gekomen bij

---

<sup>106</sup> De Haan, J. (2010), "Inflation differentials in the euro area: a survey." *The European Central Bank at Ten*, p. 11-32.

commerciële banken in zwakke eurolanden, die deze steun vervolgens hebben gebruikt om staatsobligaties van de eigen overheid op te kopen.<sup>107</sup> Het OMT is ook een asymmetrisch instrument, dat echter nooit is ingezet. Het PEPP en het TPI zijn recentere beleidsinstrumenten die asymmetrisch werken.

Het is echter de vraag of het reduceren van heterogeniteit een doelstelling van de ECB zou moeten zijn. Wyplosz merkt hierover het volgende op:

“They (i.e. central banks) have acquired the status of problem-solvers of first resort, but many of the current challenges lay outside their competence. This is the case of the various heterogeneities that have emerged across and within euro area member countries. The ECB has no instrument and no legal basis to deal with these heterogeneities”.<sup>108</sup>

Alleen wanneer heterogeniteit een groot probleem vormt bij het handhaven van prijsstabiliteit in de eurozone als geheel, zou dit interventie van de ECB kunnen rechtvaardigen. De vraag is dus of het voorkomen van fragmentatie een noodzakelijke voorwaarde is om prijsstabiliteit te handhaven. Vanuit de wetenschappelijke literatuur is hierop nog geen duidelijk antwoord gegeven. Een observatie is wel dat in de eerste twintig jaar van haar bestaan de ECB erin is geslaagd om de prijsstabiliteit te handhaven in een zeer heterogene muntunie.

Een laatste redenering die een rol zou toekennen aan de ECB bij de vermindering van fragmentatie is dat met toenemende fragmentatie ook het risico toeneemt dat de muntunie uiteenvalt. In dat geval zou de ECB haar mandaat niet meer zou kunnen uitoefenen. In deze optiek is het voortbestaan van de muntunie een noodzakelijke voorwaarde voor het handhaven van prijsstabiliteit.

## 2. Fragmentatierisico

Financiële fragmentatie wordt meestal gedefinieerd als uiteenlopen van de rentes op de staatschuld van eurolanden.<sup>109</sup> Dit is echter een te nauwe definitie. Een ruimere definitie kijkt ook naar het uiteenlopen van de leenkosten van bedrijven en gezinnen. Deze ruimere interpretatie van fragmentatierisico is relevanter voor de ECB, die met haar monetair beleid de

---

<sup>107</sup> Acharya, V.V., Steffen, S. (2015), “The “greatest” carry trade ever? Understanding eurozone bank risks”, *Journal of Financial Economics*, 115(2), p. 2015-2236.

<sup>108</sup> Wyplosz, C. (2023), “Real challenges for the ECB”, *Monetary Dialogue Papers*, European Parliament, PE 747.847, p. 21.

<sup>109</sup> Angeloni, I., Gros, D. (2022), “How can the ECB deal with the risk of fragmentation?”, *CEPS Policy Insights*, 2022-27; Bernoth, K., Dietz, S., Gökhan I., Lastra, R. (2022), “The ECB’s Transmission Protection Instrument: a legal & economic analysis”, *Monetary Dialogue Papers*, European Parliament, PE 733.979.

Claeys, G., Demertzis, M., Guetta-Jeanrenaud, L. (2022), “Fragmentation risk in the euro area: no easy way out for the European Central bank”, *Monetary Dialogue Papers*, European Parliament, PE 703.382.

leenvoorwaarden in de particuliere sector (en daarmee het niveau van de bestedingen) wil beïnvloeden.

Het risico dat de markt voor staatsschuld fragmenteert zit ingebakken in de muntunie. De eurozone is een incomplete muntunie, met weliswaar een gemeenschappelijke munt, maar zonder een gemeenschappelijk begrotingsbeleid.<sup>110</sup> Dit betekent dat beleggers kredietrisico lopen op staatsschuld en dat er risicopremies op staatsschuld kunnen ontstaan, afhankelijk van hoe de financiële markten het kredietrisico inschatten. Ook fragmentatierisico in particuliere leenvoorwaarden is inherent aan de muntunie. De euro is ingevoerd terwijl de Europese markten voor bancaire diensten nog niet waren geïntegreerd. En dat zijn ze nog steeds niet. De rente die banken vergoeden op spaargeld of in rekening brengen bij kredietverstrekking verschilt dan ook van land tot land, bijvoorbeeld omdat de mate van concurrentie tussen banken varieert.

Een relevante vraag is of fragmentatie in de markt voor staatsschuld, waarin de ECB met het TPI kan interveniëren, automatisch doorwerkt op de leenkosten van de particuliere sector. Naarmate deze doorwerking zwakker is, is de noodzaak van het TPI immers minder groot. Potentieel zijn er vier kanalen waarlangs de doorwerking kan plaatsvinden.

Ten eerste zou het kunnen dat de rente op staatsschuld op nationaal niveau fungeert als een bodemrente, omdat de overheid wordt gezien als de meest kredietwaardige debiteur in een land. Particuliere marktpartijen betalen dan automatisch een rente die hoger ligt dan de rente op staatsschuld. Toen landen nog hun eigen munt hadden was dit vanzelfsprekend. Elk land had zijn eigen centrale bank die, indien nodig, de staatsschuld monetair kon financieren. Daarmee was het kredietrisico nul. Elke verhoging van de rente op staatsschuld was daarmee een verhoging van de risicovrije rente en werkte door op de leenkosten van iedereen. In het euro tijdperk is dit bodemeffect minder vanzelfsprekend. Een tweede kaneel loopt via de reële economie. Wanneer een overheid het vertrouwen van de financiële markten verliest kan dat de economie raken (bijvoorbeeld via een plotseling en ingrijpend bezuinigingsbeleid) en de risico's van kredietverlening aan bedrijven en gezinnen verhogen. Het derde kanaal loopt via de financiële sector. In het eurozone bestaat nog steeds een ongezonde lotsverbondenheid tussen banken en overheden, omdat banken veel binnenlandse staatsschuld op hun balans hebben staan (dit is de zogenoemde "doom loop")<sup>111</sup>. Dit heeft bijvoorbeeld tot gevolg dat een stijging van het kredietrisico op Italiaanse staatsschuld de Italiaanse banken verzwakt, waardoor hun financieringskosten oplopen. Banken zullen de hogere financieringskosten doorrekenen in de rente voor kredieten aan de particuliere sector. Het laatste kanaal betreft het risico van het herinvoeren van de eigen munt door landen (ofwel het risico dat een land de

---

<sup>110</sup> Amtenbrink, F. (2023), "On the misalignment of monetary, economic and political integration in European economic and monetary union", in Adamski D., Amtenbrink, F., and de Haan, J. (eds.), *The Cambridge Handbook on European Monetary, Economic and Financial Integration* (Cambridge University Press), pp. 69-86.

<sup>111</sup> Zie ook Gros, D. (2021), "Financial Dominance: Not an Immediate Danger", *Monetary Dialogue Papers*, European Parliament, PE 695.449.

eurozone verlaat). Als renteverschillen oplopen omdat de financiële markten verwachten dat een land uit de eurozone wil stappen, heeft dat invloed op alle rentestanden in dat land. Het gaat dan immers niet meer om het kredietrisico van individuele debiteuren, maar om een algemeen valutarisico.

De relatie tussen de rente op staatsschuld en de leenvoorwaarden in de particuliere sector is dus niet één-op-één of mechanisch.<sup>112</sup> Of, en zo ja in welke mate, fragmentatie in de markt voor staatsschuld doorwerkt in de leenkosten voor de particuliere sector is echter wel relevant voor het beoordelen van de vraag of interventie door de ECB met het TPI is gerechtvaardigd.

Een laatste nuancering betreft het onderscheid tussen de nominale rente en de reële rente. Vanuit macro-economisch perspectief is de relevante rentevoet voor economische beslissingen door bedrijven en huishoudens de reële (dat wil zeggen de voor verwachte inflatie aangepaste) rentevoet, niet de nominale rentevoet. Dit is ook de rentevoet die figureert in macro-economische modellen. Om verschillende redenen kunnen regionale inflatieverschillen optreden in een muntunie.<sup>113</sup> Dit kan leiden tot een situatie waarin reële rentevoeten uiteenlopen, zelfs wanneer de nominale rentes overal hetzelfde zijn.

Kortom, terwijl het TPI aangrijpt op de fragmentatie in de nominale rentestanden op staatsschuld, is de economisch meer relevante maatstaf de fragmentatie in de reële leenkosten van de particuliere sector. Dit onderscheid wordt door de ECB niet gemaakt en lijkt ook geen rol te spelen bij de activering van het TPI.

### *3. Voorwaarden voor activering van het TPI*

Het voorkomen van fragmentatierisico in de markt voor staatsschuld is in de eerste plaats aan de nationale overheden. Die hebben er belang bij om met een gezond begrotingsbeleid het vertrouwen van de financiële markten te behouden. Hoewel de incompleetheid van de muntunie door veel economen en rechtswetenschappers wordt gezien als een weeffout, is het wel een politiek feit. Bij de oprichting van de muntunie was het de uitdrukkelijke wens van regeringsleiders en parlementen om niet aansprakelijk te zijn voor elkaars schulden. Fragmentatierisico in de markt voor staatsschuld kan daarvan een gevolg zijn. Het beheersen van renteverschillen via het TPI zou dan kunnen worden gezien als een vorm van begrotingssteun, die niet binnen het mandaat van de ECB valt. Om deze interpretatie te voorkomen heeft de ECB twee voorwaarden gesteld aan de activering van het TPI. Het TPI kan worden geactiveerd wanneer negatief marktsentiment niet voortkomt uit verslechterende macro-economische ontwikkelingen en wanneer het desbetreffende euroland een gezond en

---

<sup>112</sup> Wyplosz, C. (2023), "Real challenges for the ECB".

<sup>113</sup> Zie De Haan, J. (2010).

houdbaar macro-economisch beleid voert (zie ook hierboven). De vraag is of deze voorwaarden vanuit economisch perspectief zinvol en toepasbaar zijn.<sup>114</sup>

Strikte toepassing van de activeringsvoorwaarden zou betekenen dat de ECB pas intervineert wanneer wanordelijk en ongegrond marktsentiment de economie van een euroland negatief beïnvloedt, ondanks het feit dat de overheidsfinanciën houdbaar zijn en het land een gezond macro-economisch beleid voert. Vanuit de economische theorie zou dit kunnen leiden tot een zogenaamd 'slecht evenwicht', waarin ongegrond pessimisme in de financiële markten de rentevoeten zodanig doet stijgen dat de overheidsfinanciën onhoudbaar worden. Een regering kan zich dan gedwongen zien om korte-termijn bezuinigingsmaatregelen te nemen, met een negatief effect op de economisch groei, of besluiten de schuld niet terug te betalen. In beide gevallen wordt het pessimisme van de markten "selffulfilling".<sup>115</sup> In deze redenering is ongegrond marktpessimisme een bron van economische instabiliteit die ingrijpen door de ECB zou rechtvaardigen.

Een belangrijke empirische vraag is of wanordelijke marktdynamiek die los staat van macro-economische ontwikkelingen een belangrijk kenmerk is van de obligatiemarkten in de eurozone. Als deze theoretische casus weinig empirische steun heeft en negatief marktsentiment meestal kan worden gekoppeld aan verslechterende fundamentele factoren, zou het TPI irrelevant zijn. Empirisch onderzoek van Bernoth en van Kakes en Van den End laat zien dat marktvolatiliteit niet altijd kan worden gekoppeld aan fundamentele variabelen en er periodes kunnen zijn van excessief negatief marktsentiment.<sup>116</sup> Een methodologisch nadeel van dit type onderzoek is echter dat gerealiseerde macro-economische uitkomsten, die vaak een lage volatiliteit hebben, worden gerelateerd aan marktverwachtingen waarin ook de kans op ongunstige macro-economische scenario's wordt verdisconteerd en die dus per definitie veel volatieler zijn.

Een strikte toepassing van de voorwaarden zou betekenen dat het TPI niet wordt geactiveerd wanneer de renteverschillen oplopen als gevolg van een gegrond negatief marktsentiment. Dit zou bijvoorbeeld kunnen gebeuren wanneer een euroland een economische koers inslaat die de houdbaarheid van de overheidsfinanciën ernstig in gevaar brengt. Een dergelijk scenario is niet denkbeeldig. In dat geval zou de ECB het fragmentatierisico en de consequenties daarvan voor de transmissie van het monetair beleid en het handhaven van de prijsstabiliteit voor lief moeten nemen. Het is de vraag of dit geloofwaardig is.

---

<sup>114</sup> Arnold, I.J.M. (2023), "The activation conditions of the Transmission Protection Instrument: Flawed by Design?", *Intereconomics, Review of European Economic Policy*, 58(5), 254-259.

<sup>115</sup> De Grauwe, P., Ji, Y. (2013), "From panic-driven austerity to symmetric macroeconomic policies in the Eurozone", *Journal of Common Market Studies*, 51, p. 31-41.

<sup>116</sup> Bernoth et al. (2022), "The ECB's Transmission Protection Instrument: a legal & economic analysis".

Kakes J., Van den End, J.W. (2023), "Identifying financial fragmentation: do sovereign spreads in the EMU reflect differences in fundamentals", *DNB working paper*, No 778.

De activeringsvoorwaarden roepen een aantal vragen op. Ten eerste, als de ECB het beperken van het fragmentatierisico van cruciaal belang acht voor het handhaven van de prijsstabiliteit, waarom is de toepassing van het TPI dan conditioneel op het gevoerde begrotingsbeleid? Het fragmentatierisico blijft immers aanwezig, wanneer bij gegronde negatief marktsentiment het TPI niet kan worden geactiveerd. Dit suggereert dat het beperken van het fragmentatierisico geen noodzakelijke voorwaarde is voor het handhaven van prijsstabiliteit.

Ten tweede is onduidelijk hoe de ECB bepaalt of het marktsentiment "disorderly" of "unwarranted" is. Hoe hoog en snel moeten de renteverschillen oplopen alvorens kan worden gesproken van "disorderly"? Welk renteverval tussen eurolanden acht de ECB aanvaardbaar en welke onderbouwing heeft de ECB voor haar oordeel? Een principiële vraag daarbij is of het aan de ECB is om de hoogte van risicopremies op staatsschuld te bepalen.

De ECB heeft niet gecommuniceerd hoe ze in het geval van een activering van het TPI zal bepalen of spreads economisch ongegrond zijn. Dit is ook niet eenvoudig aan te tonen. Met econometrische modellen kunnen onderzoekers proberen een relatie vast te stellen tussen renteverschillen en macro-economische variabelen.<sup>117</sup> Het onverklaarde deel van de variatie van de renteverschillen zou dan kunnen worden geïnterpreteerd als ongegrond marktsentiment. Deze aanpak leent zich echter niet voor beleidsbeslissingen in "real time", zoals de activering van het TPI. Daar komt bij dat beleggers in obligatiemarkten vooruitkijken en nieuws over mogelijke macro-economische ontwikkelingen verdisconteren in de prijsvorming. Renteverval kunnen bijvoorbeeld oplopen in verkiezingstijd, wanneer beleggers rekening houden met de mogelijkheid dat er politici aan de macht komen die van plan zijn een onhoudbaar begrotingsbeleid te voeren. Als de verkiezingsuitslag dan meevalt, betekent dat niet dat het marktsentiment ongegrond was. Het kwalificeren van marktsentiment als ongegrond impliceert ook dat de ECB superieure informatie zou hebben over hoe de toekomst zich zal ontwikkelen. Hoewel financiële markten zich kunnen vergissen, is het de vraag of de ECB beter in de toekomst kan kijken. Het belangrijkste vooruitkijkende instrument dat beleidsmakers tot hun beschikking hebben om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te beoordelen is "debt sustainability analysis" (DSA). Hiermee wordt de houdbaarheid van de staatsschuld beoordeeld aan de hand van aannames over de toekomstige trajecten van economische groei, rentetarieven, inflatie en begrotingsbeleid. Met deze zeer onzekere input is het maken van een betrouwbare DSA volgens Wyplosz en Heimberger een uitdaging, zo niet onmogelijk.<sup>118</sup> Daarmee wordt de interpretatie van de term "unwarranted" subjectief: het wordt de mening van de ECB tegenover de mening van de financiële markten. Kortom, het zal moeilijk zijn om de activeringsvoorwaarden op een objectieve en transparante manier toe te passen.

---

<sup>117</sup> Bernoth, et al. (2022), "The ECB's Transmission Protection Instrument: a legal & economic analysis".

<sup>118</sup> Wyplosz, C. (2011), "Debt sustainability assessments: mission impossible", *Review of Economics and Institutions*, 2(3), 1-37; Heimberger, P. (2023), "Debt sustainability analysis as an anchor in EU fiscal rules", In-depth analysis requested by the ECON committee, European Parliament, PE 741.504.

#### *4. Overige nadelen gebruik van het TPI*

Door het TPI te gebruiken, bemoeit de ECB zich met de hoogte van de risicopremies op de obligatiemarkten van de eurozone. Het verminderen van de renteverschillen zal leiden tot prijsverstoring, wat de informatiewaarde van de obligatiekoersen van individuele eurolanden aantast. Een verwant risico is dat het beheersen van renteverschillen zal leiden tot meer moreel risico.<sup>119</sup> Overheden gaan er wellicht rekening mee houden dat bij negatieve marktontwikkelingen het TPI zal worden geactiveerd. Dit verzwakt de marktdiscipline en reduceert de prikkel om een gezond begrotingsbeleid te voeren. Zelfs de beschikbaarheid van het TPI (dus nog zonder activering) kan de marktdiscipline al verminderen, wanneer markten erop vertrouwen dat de ECB de renteverschillen binnen bepaalde grenzen zal houden. Aangezien de rente op staatsobligaties een belangrijke variabele is in elke DSA, zal het TPI ook een positieve invloed hebben op de uitkomsten van een DSA. Dit leidt tot de enigszins circulaire redenering dat de beschikbaarheid en de mogelijke activering van het TPI de renteverschillen beperken, wat kan bijdragen tot een positieve uitkomst van de DSA en daarmee een rechtvaardiging kan vormen voor activering.

#### *5. Alternatieven voor het TPI*

De fragmentatie in de rente op staatsobligaties kan bij de bron worden aangepakt door de incomplete EMU te voltooien met een begrotingsunie. In de meest extreme vorm betekent dit een consolidatie van nationale begrotingen en schulden op Europees niveau. Hiermee wordt een verzekeringsmechanisme gecreëerd dat de effecten van asymmetrische nationale economische ontwikkelingen dempt via een gemeenschappelijke begroting. De consolidatie van schulden waarvoor lidstaten gezamenlijk aansprakelijk staan, zou individuele eurolanden beschermen tegen liquiditeitscrises en vertrouwensverlies in de financiële markten. Een begrotingsunie roept fundamentele economische en politieke vragen op over risicodeling en politieke eenwording en ligt nu niet in de lijn der verwachting. Dit betekent dat het voorkomen van fragmentatierisico in de eerste plaats een zaak blijft van de nationale overheden. Voor het geval zij er niet in slagen om het vertrouwen van de financiële markten te behouden, zijn sinds de eurocrisis de mogelijkheden opgerekt om eurolanden financieel te ondersteunen. Het betreft steunverlening via het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM) en de eenmalige Faciliteit voor Herstel en Veerkracht. Deze instrumenten kunnen helpen om de effecten van asymmetrische schokken en algemene schokken met asymmetrische impact te verzachten, het vertrouwen van beleggers in eurolanden te behouden en fragmentatie te bestrijden. Deze noodfondsen zijn daarmee een alternatief voor het TPI.

---

<sup>119</sup> Feld, L., Fuest, C., Wieland, V., Haucap, J., Schweitzer, H., Wigger, B. (2022), "The ECB's toxic bond-purchase program", Project Syndicate, 27 juli 2022, < <https://www.project-syndicate.org/commentary/ecb-transmission-protection-instrument-could-destabilize-eurozone-by-lars-p-feld-et-al-2022-07> >



Om te voorkomen dat fragmentatie in de markt voor staatsschuld doorwerkt op de leenkosten van de particuliere sector kan de EU meer doen om de lotsverbondenheid tussen het financiële systeem en overheden te verbreken. Europese banken mogen nog steeds een onbeperkte blootstelling hebben aan de schuld van hun eigen overheid. Twijfels over de kredietwaardigheid van de overheid hebben dan een rechtstreeks negatief effect op de stabiliteit van banken en hun vermogen om krediet te verlenen aan de particuliere sector. Deze negatieve spillover kan worden verminderd door de hoeveelheid binnenlandse staatsschuld die banken op hun balans mogen aanhouden, te beperken en door een risicoweging voor staatsschuld toe te passen in de kapitaaleisen die aan banken worden gesteld.

Ondanks de aanwezigheid van bovenstaande alternatieven kan zich een situatie voordoen waarin de ECB zich genoodzaakt voelt om te interveniëren, bijvoorbeeld om het uiteenvallen van de muntunie te voorkomen. Voor dat doel heeft de ECB in 2012 het OMT-programma ingevoerd, waarmee onder bepaalde omstandigheden staatsobligaties kunnen worden opgekocht van eurolanden die in de problemen zijn geraakt. Het OMT-instrument is onbemand in de Zuidelijke eurolanden omdat het, in tegenstelling tot het TPI, gekoppeld is aan een economisch hervormingsprogramma. Dat is echter geen reden om het niet te gebruiken als de nood aan de man is. Het ESFRC pleit in dit verband voor de mogelijkheid om het OMT vroegtijdig te activeren, onder de voorwaarde dat de landen die het betreft een "memorandum of understanding" bereiken met het ESM aangaande economische hervormingen en begrotingsbeleid.<sup>120</sup>

### Juridische beoordeling

Allereerst moet worden opgemerkt dat het feit dat de ECB het TPI ten tijde van de voltooiing van dit rapport nog niet had geactiveerd, geen rol speelt bij de inhoudelijke, dat wil zeggen materieelrechtelijke, beoordeling van het besluit om een dergelijk programma in te voeren. Het ontbreken van een besluit over de toepassing van het TPI kan echter wel in procedureel opzicht relevant worden in het geval van een beroep tegen het TPI dat – zo mogelijk - wordt ingesteld bij een nationale (constitutionele) rechter of een vordering tot nietigverklaring tegen het ECB besluit van 21 juli 2023 bij het HvJ (door een andere EU-instelling of een lidstaat) op grond van artikel 263 VWEU.

Met betrekking tot het juridische toetsingskader dat van toepassing is op de beoordeling van de verenigbaarheid van het TPI met het EU recht kan worden verwezen naar de juridische analyse in hoofdstuk 3 met betrekking tot PEPP.

---

<sup>120</sup> ESFRC (2022), Increasing fragilities in the eurozone: time for decisive action. European Shadow Financial Regulatory Committee, Statement no. 48, 13 juni 2022, < [https://www.ispionline.it/sites/default/files/esfrc\\_statement\\_on\\_renewed\\_fragilities\\_in\\_the\\_eurozone\\_2022.pdf](https://www.ispionline.it/sites/default/files/esfrc_statement_on_renewed_fragilities_in_the_eurozone_2022.pdf) >

## 1. Overschrijding van het ECB-mandaat?

Ondanks de economische overwegingen eerder in dit hoofdstuk, rekening houdend met de benadering van het HvJ in *Gauweiler* en *Weiss*, kan niet worden uitgesloten dat het aannemelijk kan worden gemaakt dat het TPI is gericht op de verwezenlijking van de primaire monetaire doelstelling van het Eurosysteem en dus wel binnen het mandaat valt van de ECB.

Beslissend voor de vraag of een maatregel als monetair beleid in aanmerking komt is of de doelstelling van een door de ECB getroffen maatregel aannemelijk is gericht op het verwezenlijken van de primaire doelstelling van het Eurosysteem, namelijk prijsstabiliteit. Bovendien is het bepalend of de ECB hierbij de haar door het Unierecht ter beschikking gestelde instrumenten (middelen), met name de in artikel 18 van de statuten van het ESCB en de ECB genoemde openmarkt- en krediettransacties, heeft ingezet om die doelstellingen te verwezenlijken.

Volgens het besluit van 21 juli 2022 is het doel dat zal worden nagestreefd met een activatie van het TPI, het adresseren van risico's voor de werking van het monetaire transmissiemechanisme die zijn ontstaan door de verslechtering van de financieringsvoorwaarden in eurolanden die niet worden gerechtvaardigd door voor een land specifieke fundamentele factoren. Deze doelstelling kan zonder meer worden vastgeknoopt aan het hoofddoel van het Europese monetaire beleid, zoals dat voortvloeit uit artikel 127, lid 1, en artikel 282, lid 2, VWEU. Dit des te meer gelet op het feit dat het TPI is gericht op het waarborgen van de eenheid van het monetaire beleid van de ECB, een doelstelling die het HvJ in zijn OMT-arrest heeft omschreven als een voorwaarde voor de ECB om haar prijsstabiliteitsmandaat te kunnen waarmaken.<sup>121</sup> Voor de volledigheid kan er ook op worden gewezen dat de aan- en verkoop van obligaties één van de in artikel 18.1 van de statuten van het ESCB en de ECB vastgestelde instrumenten is van monetair beleid.<sup>122</sup>

Eerder in dit hoofdstuk zijn in het kader van de economische analyse vraagtekens geplaatst bij de relatie van het TPI met het prijsstabiliteitsmandaat van de ECB en met name of het voorkomen van fragmentatie een noodzakelijke voorwaarde is om prijsstabiliteit te handhaven. Gezien het feit dat de wetenschappelijke literatuur hierop geen eenduidig antwoord geeft, kan niet worden aangenomen dat het TPI dwingend moet worden beoordeeld als niet in overeenstemming met het mandaat van het ESCB.

Ook het feit dat het TPI mogelijk indirecte (positieve) gevolgen kan hebben voor de stabiliteit van de eurozone betekent niet dat een opkoopprogramma voor staatsobligaties eerder als een economische (en dus buiten het ECB mandaat) dan een monetaire beleidsmaatregel moet

---

<sup>121</sup> Zaak C-62/14, ro. 47 ev.

<sup>122</sup> Zoals ook bepaald door het Hof van Justitie in *Gauweiler* en *Weiss*.

worden bestempeld.<sup>123</sup> In deze context moet bedacht worden dat het ESCB overeenkomstig zijn mandaat als secundaire doelstelling ook het algemene economische beleid in de Unie moet ondersteunen, voor zover dit niet in strijd is met haar prijsstabiliteitsmandaat.<sup>124</sup>

Ook de beoogde selectiviteit van het TPI (beperkt tot staatsobligaties van eurolanden die een verslechtering van de financieringsvoorwaarden ondervinden) resulteert niet in een andere juridische beoordeling. Het HvJ heeft immers al in het OMT-arrest benadrukt dat “. . . uit het enkele feit dat bedoeld programma specifiek tot die staatsobligaties beperkt is, dus niet als zodanig [volgt], dat de door het ESCB gebruikte instrumenten niet onder het monetair beleid vallen.”<sup>125</sup> Wellicht nog belangrijker hebben de Europese rechters erop gewezen dat “. . . geen enkele bepaling van het Werkingsverdrag het ESCB [verplicht] om op de kapitaalmarkten te opereren door middel van algemene maatregelen die noodzakelijkerwijs van toepassing zouden zijn op alle staten van de eurozone.”<sup>126</sup>

In het kader van de economische analyse is er bovendien op gewezen dat het TPI kan leiden tot een situatie waarbij de ECB zich probleemeigenaar maakt van de fragmentatie binnen de eurozone en van de vaststelling van de maximale hoogte van risicopremies op staatsschuld. Desalniettemin lijkt de economische discussie of de bestrijding van fragmentatie wel dan niet een noodzakelijke voorwaarde is om prijsstabiliteit te bevorderen nog gaande.

## *2. Het TPI: een disproportionele maatregel van de ECB?*

Het besluit over het TPI kan juridisch niet a priori als disproportioneel worden beoordeeld, ook als het economisch niet onomstotelijk vaststaat dat het TPI noodzakelijk is om de prijsstabiliteit in de eurozone te handhaven.

De drie elementen van de proportionaliteitstoets en de ruime discretionaire bevoegdheid waarover de ECB beschikt bij het nemen van complexe beslissingen zijn al toegelicht in het kader van de juridische beoordeling van het PEPP in hoofdstuk 3.

### *2.1 Geschiktheid*

In de praktijk blijkt uit de eerder genoemde zaken *Gauweiler* en *Weiss*, dat het HvJ nagaat of de door de ECB gemaakte economische analyse volgens welke een bepaald opkoopprogramma, zoals het PSPP, in de gegeven monetaire en financiële omstandigheden van de eurozone wordt geacht bij te dragen aan de handhaving van prijsstabiliteit, berust op een ‘kennelijke beoordelingsfout’.<sup>127</sup> Toegepast op het TPI is de studiegroep van mening dat

---

<sup>123</sup> Met betrekking tot dergelijke indirecte effecten van monetair beleid zie thans zaak C -370/12 *Pringle*, EU:C:2012:756, ro. 56.

<sup>124</sup> Art. 127, lid 1, VWEU.

<sup>125</sup> Zaak C-62/14, ro. 55.

<sup>126</sup> Ibid. Haakjes toegevoegd.

<sup>127</sup> Zaak C-493/17, ro. 71 e.v.

een afsluitende beoordeling van de vraag of de analyse van de economische situatie op een kennelijk onjuiste beoordeling door de ECB berust pas op het moment kan plaatsvinden dat het TPI daadwerkelijk wordt geactiveerd. Een opkoopprogramma zoals beoogd in het TPI kan in ieder geval niet a priori als ongeschikt worden beoordeeld om situaties aan te pakken waarin de rentevoeten voor staatsobligaties van verschillende eurolanden uiteenlopen, terwijl dit niet door landspecifieke fundamentele factoren wordt ingegeven.

## 2.2 Noodzakelijkheid

Ook de vraag of het TPI niet kennelijk verder gaat dan nodig is om de met dit opkoopprogramma gewenste doelstellingen te bereiken moet uiteindelijk worden beantwoord als het TPI wordt geactiveerd. In het besluit over het TPI wordt gesteld dat de aankoop van staatsobligaties noodzakelijk moet zijn om de met het TPI beoogde doelstellingen te bereiken, waarbij aankopen dus ook weer worden stopgezet zodra die doelstellingen zijn verwezenlijkt.<sup>128</sup>

Zoals reeds in hoofdstuk 3 uitgelegd, houdt het HvJ bij de beoordeling van dergelijke opkoopprogramma's rekening met de voorwaarden die aan de aankoop van overheidsschulden worden verbonden. Het gaat daarbij met name om het beperken van aankopen van staatsobligaties tot lidstaten die deelnemen aan een macro-economisch aanpassingsprogramma en opnieuw toegang hebben tot de obligatiemarkt.<sup>129</sup> Een dergelijke voorwaarde kent het besluit over het TPI niet. Zoals eerder in dit hoofdstuk is opgemerkt moet de ECB bij het besluit tot aankoop van staatsobligaties wel een aantal criteria in overweging nemen die onder andere betrekking hebben op de naleving door lidstaten van het Europese begrotingskader en de buitensporige tekort- en evenwichtigheidsprocedure. Opvallend is echter wel dat naleving van deze regels door de lidstaten in het besluit over het TPI niet wordt geformuleerd als een *conditio sine qua non* voor de activering van het TPI.

Het feit dat de omvang van de aankopen, anders dan bijvoorbeeld voor het PSPP, niet vooraf is beperkt betekent niet dat zonder meer kan worden geconcludeerd dat het besluit over het TPI verdergaat dan wat strikt noodzakelijk is om het gestelde doel te bereiken en dus disproportioneel is. De omvang van aankopen wordt in het besluit immers gekoppeld aan de ernst van de risico's waarmee de beleidstransmissie wordt geconfronteerd.

In het OMT-arrest heeft het HvJ ook belang gehecht aan de vaststelling dat ". . . de verbintenissen die de ECB zou kunnen aangaan in het kader van de uitvoering van een dergelijk programma daadwerkelijk afgebakend en beperkt zijn."<sup>130</sup> Hiervoor is het volgens de Europese rechters niet noodzakelijk dat een opkoopprogramma voorafgaand aan de uitvoering ervan

---

<sup>128</sup> Art. 4 Besluit 2020/4040: '... zover dit noodzakelijk en evenredig wordt geacht om de bedreigingen van de buitengewone economische en marktomstandigheden voor het vermogen van het Eurosysteem om zijn mandaat uit te voeren te bestrijden.'

<sup>129</sup> Zaak C-62/14, ro. 86.

<sup>130</sup> Ibid., ro. 87.

kwantitatieve beperkingen vaststelt. Een dergelijke kwantitatieve beperking bestaat, anders dan voor het PEPP, noch voor het OMT, noch voor het TPI. Echter, anders dan het OMT is het TPI niet beperkt tot de aankoop van staatsobligaties met een looptijd van minder dan drie jaar, aangezien het verhandelbare schuldbewijzen met een resterende looptijd van een tot tien jaar omvat. Wel kan het ESCB ook bij het TPI de gekochte obligaties te allen tijde opnieuw verkopen.

Ook de selectiviteit van het TPI doet a priori geen afbreuk aan de noodzakelijkheid van de met het TPI beoogde maatregelen. Over het OMT-programma, dat ook in selectiviteit voorziet, merkte het HvJ immers het volgende op:

“... het doel van dit programma erin bestaat een einde te maken aan de verstoringen van het monetair beleid van het ESCB die het gevolg zijn van de specifieke situatie van de obligaties van bepaalde lidstaten. In die omstandigheden mocht het ESCB terecht ervan uitgaan dat een selectief aankoopprogramma van obligaties noodzakelijk kan zijn om een einde te maken aan die verstoringen door het optreden van het ESCB te concentreren op de delen van de eurozone die bijzonder getroffen worden door die verstoringen, en door aldus te voorkomen dat dit programma onnodig een grotere omvang krijgt dan noodzakelijk is ter bereiking van de doelstellingen ervan, of dat het minder doeltreffend wordt.”<sup>131</sup>

Eerder in dit hoofdstuk zijn in het kader van de economische analyse wel vraagtekens geplaatst bij de noodzaak van het TPI in het licht van mogelijke even effectieve alternatieven, met name het OMT en het Europese Stabiliteitsmechanisme. Bij de keuze tussen de verschillende beleidsinstrumenten is er echter sprake van een beslissing die technische keuzes en complexe prognoses en afwegingen inhoudt. Zoals eerder benadrukt in hoofdstuk 3 beschikt de ECB in dergelijke gevallen volgens het HvJ over een ruime beoordelingsmarge. Wel moet de ECB bepaalde procedurele waarborgen in acht nemen, zoals het toereikend motiveren van haar besluiten. Over het TPI besluit kan kritisch worden opgemerkt dat het geen uitleg bevat waarom de ECB de invoering van een nieuw instrument noodzakelijk acht ondanks het bestaan van andere instrumenten, zoals het OMT. Het valt nog te bezien of een dergelijke verklaring later zal worden gegeven bij het activeren van het TPI.

Dat de ECB tot nu toe bij het afkondigen van het TPI een kennelijke beoordelingsfout heeft gemaakt kan echter niet aannemelijk worden gemaakt.

### *2.3 Noodzakelijke afweging van voor- en nadelen*

Ook voor het besluit over het TPI kan de vraag in hoeverre de ECB haar besluit heeft genomen op basis van een afweging van de verschillende betrokken belangen niet met absolute

---

<sup>131</sup> Ibid., ro. 89.

zekerheid worden beantwoord zonder gedetailleerde verdere informatie over het besluitvormingsproces.

Uit het publiek toegankelijke verslag van de monetairbeleidsvergadering van 21 juli 2022 blijkt wel, dat het besluit over het TPI is gebaseerd op een uitgebreide economische, monetaire en financiële analyse van de situatie in de eurozone.<sup>132</sup> Een uitleg waarom het TPI nodig is naast reeds bestaande opkoopprogramma's (bijv. OMT) ontbreekt zowel in het verslag als ook in het besluit over het TPI zelf. Wel wordt in het verslag uitgebreid stilgestaan bij de drie elementen die de proportionaliteit van het TPI bepalen. Met betrekking tot verschillende betrokken belangen staat het volgende vermeld:

“Het nieuwe instrument moet kostenefficiënt zijn, dat wil zeggen dat de voordelen ervan bij het bereiken van de bescherming van het transmissiemechanisme groter moeten zijn dan de potentieel negatieve bijwerkingen ervan, inclusief eventuele conflicten met de handhaving van de monetaire beleidskoers die passend is voor het bereiken van de primaire doelstelling en eventuele risico's dat het nieuwe instrument het economisch beleid overmatig zou kunnen verstoren.”<sup>133</sup>

Een belangrijke afweging is het met openmarkttransacties verbonden risico van verliezen (wanbetaling door emittenten). Met betrekking tot de overwegingen waarmee het HvJ rekening houdt, kan worden verwezen naar de juridische analyse in hoofdstuk 3.

### *3. Het TPI: een geval van verboden monetaire financiering van specifieke lidstaten?*

Het TPI voorziet uitdrukkelijk in aankopen op de secundaire kapitaalmarkt. Zoals in het kader van de juridische beoordeling van het PEPP in hoofdstuk 3 is uitgelegd, heeft het HvJ echter ook benadrukt dat aankopen op de secundaire markt niet zodanig moeten plaatsvinden dat ze in de praktijk tot een omzeiling van het verbod op monetaire financiering leiden.

Concreet betekent dit dat ook bij een activering van het TPI ervoor moet worden gezorgd dat marktdeelnemers *niet* kunnen anticiperen op de aankoop van staatsobligaties door het ESCB op de secundaire markt en de daaraan verbonden voorwaarden.

Het TPI besluit van 21 juli 2023 bevat geen gedetailleerde informatie over de beoogde aankoopvoorwaarden, behalve dat de omvang van de TPI-aankopen wordt geacht “. . . af te hangen van de ernst van de risico's waarmee de monetaire-beleidstransmissie wordt geconfronteerd' en dat '[D]e aankopen ex ante beperkt zijn.”<sup>134</sup>

---

<sup>132</sup> ECB, 'Account of the monetary policy meeting of the Governing Council of the European Central Bank held in Frankfurt am Main on Wednesday and Thursday, 20-21 July 2022', 25 augustus 2022, <  
<https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2022/html/ecb.mg220825~162cfabae9.nl.html> >

<sup>133</sup> Ibid. Eigen vertaling.

<sup>134</sup> Eigen vertaling. Zie ECB, 'The Transmission Protection Instrument', persbericht, 21 juli 2022, <  
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721~973e6e7273.nl.html> >

#### 4. Het TPI: een schending van de no-bail-out-clausule?

De selectieve aankoop van staatsobligaties van lidstaten zou kunnen worden geïnterpreteerd als een financiële bijstand die als zodanig dan in strijd is met artikel 125 VWEU. Een dergelijke conclusie zou echter gebaseerd zijn op een interpretatie van deze bepaling die niet wordt ondersteund door het HvJ. De Europese rechters hebben immers in *Pringle* bepaald dat artikel 125 VWEU “. . . niet bedoelt de Unie en de lidstaten te verbieden financiële bijstand in enige vorm aan een andere lidstaat te verlenen.”<sup>135</sup> In plaats daarvan verbiedt artikel 125 VWEU financiële bijstand “. . . die tot gevolg zou hebben dat afbreuk wordt gedaan aan de stimulans ten aanzien van de lidstaat die de bijstand ontvangt, om een gezond begrotingsbeleid te voeren.”<sup>136</sup>

Gelet op de eerdere uitspraken van het HvJ in *Pringle*, *Gauweiler*, en *Weiss*, en gezien de eerder in dit stuk genoemde vier criteria die de ECB in overweging moet nemen bij het nemen van een besluit tot aankoop van staatsobligaties, is het eerder twijfelachtig of het TPI kan worden beschouwd als een inbreuk op artikel 125 VWEU. Deze voorwaarden zijn er in ieder geval op gericht dat lidstaten begrotingsdiscipline in acht nemen. Of deze voorwaarden ook voldoende zijn om ervoor te zorgen dat lidstaten wier staatsobligaties worden opgekocht onderworpen blijven aan de marktlogica bij het aangaan van schulden, kan onderwerp van discussie zijn onder economen. In ieder geval kan niet van meet af aan worden uitgesloten dat de voorwaarden lidstaten stimuleren om een gezond begrotingsbeleid te voeren.

#### 5. Inbreuk op de onafhankelijkheid van de ECB?

Volgens dezelfde redenering als in hoofdstuk 3 met betrekking tot het PEPP werd gegeven, maakt ook het TPI geen inbreuk op de onafhankelijkheid van de ECB. Daarbovenop heeft de ECB in het kader van het TPI benadrukt dat de beslissing tot activering ervan niet mechanisch zal zijn, maar dat de Raad van Bestuur van de ECB discretionair zal beslissen.

---

<sup>135</sup> Zaak C-370/12, ro. 130 e.v.

<sup>136</sup> *Ibid.*, ro. 136.

## **Hoofdstuk 5: Winstgevendheid en kapitaalpositie van ECB en DNB**

In overeenstemming met het door de vaste commissie voor Financiën van de Tweede Kamer geformuleerd mandaat wordt in dit hoofdstuk ingegaan op de vraag wat de gevolgen kunnen zijn van de hoge inflatie en het verkrappende monetaire beleid op de winstgevendheid en kapitaalpositie van de ECB en de nationale centrale banken.

### Involed van verkrappend monetair beleid op de winstgevendheid en het kapitaal

In tegenstelling tot bij commerciële banken is het hoofddoel van centrale banken niet om (zo veel mogelijk) winst te maken. Het mandaat van de ECB formuleert haar primaire doel als het handhaven van prijsstabiliteit in de eurozone. Winsten of verliezen zijn als het ware een bijproduct daarvan. Desondanks is de winstgevendheid van hun centrale bank niet zonder betekenis voor landen, omdat de uitkering van winsten in de vorm van dividend een bron van financiering van de overheidsuitgaven is.

Zoals eerder in dit rapport besproken, heeft de ECB de depositorente sinds midden 2022 snel verhoogd van -0,5% tot 4% op dit moment. Dit was een reactie op de hoge inflatie, die de doelstelling van de ECB ver te boven ging.

De verhoging van de depositorente verlaagt de winstgevendheid van de ECB en NCB-en. De opgekochte obligaties in het kader van de opkoopprogramma's staan op de debetzijde van de balans van de ECB en NCB-en. De tegenpost daarvan wordt gevormd door aangehouden deposito's van vooral banken. Daarop wordt de depositorente vergoed. De opgelopen depositorente leidt tot hogere uitgaven van de ECB en NCB-en aan de depositohouders, terwijl de renteopbrengsten op de opgekochte obligaties tot aan het einde van de looptijd hetzelfde blijven. De rentemarge van de centrale banken wordt dus negatief beïnvloed en daarmee de winst. Dit effect is onvermijdelijk verbonden aan het inzetten van opkoopprogramma's op het moment dat de depositorente de effectieve ondergrens heeft bereikt. Het is op voorhand niet uitgesloten dat zich verliezen over meerdere jaren kunnen voordoen, afhankelijk van de omvang van de opkoopprogramma's, het tempo van verhoging van de depositorente en de winst in de uitgangssituatie.

Als gevolg daarvan wordt ook de ontwikkeling van het kapitaal en de reserves in negatieve zin geraakt. Een negatieve omvang van het eigen vermogen kan optreden. Omdat de aangekochte obligaties tot aan het einde van de looptijd worden aangehouden, worden ze geboekt als een zogenoemde "hold-to-maturity"-portefeuille. Die worden gewaardeerd tegen historische kostprijs. Bewegingen in de rente van staatsobligaties beïnvloeden de waardering van de opgekochte obligaties dus niet, tenzij er redenen zijn om te verwachten dat er wanbetalingen zullen zijn. Dan wordt erop afgeboekt ("impairments"). Dit laatste heeft zich in het geval van het ESCB (nog) niet voorgedaan.



## De reactie op de renteverhogingen

Op 9 september 2022, kort na de start van de renteverhogingen, informeert Klaas Knot, President van DNB, in een brief de minister van Financiën Sigrid Kaag over de negatieve ontwikkeling in de kapitaalpositie van DNB die het gevolg is van verwachte verliezen:

“ . . . De centrale banken in de Eurozone hebben de afgelopen tien jaar bijgedragen aan een voorspoedige economische ontwikkeling via de verruiming van het monetaire beleid en het mitigeren van de impact van de COVID-19 pandemie op de economie en het financiële systeem. De momenteel hoge inflatie komt als een verrassing en noopt tot een verkrapping van het monetaire beleid en dat leidt via renteverhogingen tot verwachte verliezen voor DNB.”<sup>137</sup>

De buffers waar DNB over beschikt kunnen flinke schokken opvangen, maar zijn niet onbeperkt. In de laatste jaarverslagen heeft DNB gewaarschuwd voor de risico's die zich nu materialiseren en dat de buffers in bepaalde scenario's onvoldoende kunnen zijn.

In zijn brief schrijft Knot zijn dat de totale risico's per eind 2021 zijn berekend op 13,7 miljard euro en dat deze voor het belangrijkste deel (9,4 miljard euro) bestaan uit het renterisico dat zich dus nu materialiseert.<sup>138</sup>

De verwachte cumulatieve verliezen zijn met de nodige onzekerheid omgeven. Het resultaat van DNB is gevoelig voor rentebewegingen en de grote rentebewegingen van 2022 vertalen zich dan ook in grote schommelingen in geraamde resultaten. Bij verdere opwaartse renteschokken, in lijn met de eerdergenoemde scenario's, kunnen extra verliezen ontstaan. In dergelijke scenario's is DNB genoodzaakt in te teren op de buffers.

Als de verliezen verder oplopen, kan een situatie ontstaan waarbij het kapitaal van DNB negatief is. Omgekeerd zorgt een neerwaartse renteschok voor meevallers ten opzichte van het hierboven geschetste scenario, aldus Knot. In dezelfde geest heeft ook de Duitse Rekenkamer (Bundesrechnungshof) in juni 2023 gesuggereerd dat de Deutsche Bundesbank mogelijk een herkapitalisatie nodig heeft, een bewering die snel werd verworpen door zowel de Bundesbank zelf als het Duitse ministerie van Financiën.<sup>139</sup>

De regels voor de buffers van DNB (kapitaal, reserves en voorzieningen) en dividenduitkeringen aan de aandeelhouder (de Staat) liggen op het moment van het schrijven

---

<sup>137</sup> Knot, K., 'Brief inzake kapitaalpositie DNB', 9 september 2022, < <https://www.dnb.nl/media/3z3k23oj/brief-inzake-kapitaalpositie-dnb-september-2022.pdf> >

<sup>138</sup> Ibid.

<sup>139</sup> Chazan, G. and Martin Arnold, M., 'Bundesbank may need recapitalisation to cover bond-buying losses', *Financial Times*, 26 juni 2023, < <https://www.ft.com/content/46d3952a-5ee2-431a-8430-4a71e530cbce> >

van de brief vast in het kapitaalbeleid dat in 2019 is overeengekomen.<sup>140</sup> Het ministerie van Financiën en DNB hebben in dat kapitaalbeleid gezamenlijk onderschreven dat een adequate kapitaalpositie nodig is met het oog op het waarborgen van de financiële onafhankelijkheid van DNB.

Het beleid uit 2019 heeft ervoor gezorgd dat DNB tot op zekere hoogte extra buffers kon aanleggen. Het beleid voorzag echter niet in de situatie die zich vanaf midden 2022 voordoet.

DNB-president Knot stelt in zijn brief dat de mogelijkheden voor DNB om haar buffers aan te vullen momenteel beperkt zijn. In principe vult DNB deze weer aan door toekomstige winsten in te houden en deze dus niet uit te keren aan de Nederlandse Staat. Echter, in een uiterst geval kan een kapitaalstorting door de Nederlandse staat als aandeelhouder nodig zijn.

In reactie op genoemde brief heeft de minister van Financiën eind 2022 besloten de voor 2024 voorziene evaluatie van het kapitaalbeleid naar voren te halen en een gezamenlijke werkgroep van DNB en Financiën ingesteld. Een jaar later, op 22 december 2023, is het rapport van de gezamenlijke Werkgroep Evaluatie Kapitaalbeleid DNB gepubliceerd en heeft de minister van financiën een kabinetsreactie naar de Tweede Kamer gestuurd.<sup>141</sup>

Het rapport van de werkgroep bevestigt de eerdere brief van president Knot dat DNB gedurende de komende jaren met grote verliezen zal worden geconfronteerd als resultante van de aankoopprogramma's sinds 2015. Van het uitkeren van dividend aan de Staat der Nederlanden en bufferopbouw bij DNB zelve zal gedurende de komende jaren geen sprake kunnen zijn. Prognose is dat DNB pas midden jaren '30 weer tot dividenduitkeringen zal kunnen overgaan.

Het rapport van de gezamenlijke werkgroep bevat een aantal scenario's en presenteert twee beleidsvarianten voor de aanpassing van het kapitaalbeleid van DNB gedurende de komende vijf jaar, wanneer een volgende evaluatie zal plaatsvinden. Kapitaalinjecties zijn in beide beleidsvarianten niet aan de orde. De gezamenlijke werkgroep stelt dat de capaciteit om haar operationele taken uit te voeren onafhankelijk is van de omvang van de financiële buffers van DNB. De studiegroep ECB is het hiermee eens.

Het verschil tussen de beide beleidsvarianten heeft met name betrekking op de volgorde waarin kapitaal en reserves respectievelijk voorzieningen worden hersteld. In de eerste variant

---

<sup>140</sup> Kamerstuk 32013, nr. 215. < <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/kst-32013-215.pdf> >. Voor het rapport, zie: Werkgroep Kapitaalbeleid DNB, (2018) "Naar een bestendig kapitaalbeleid", < [https://www.eerstekamer.nl/overig/20190607/naar\\_een\\_bestendig\\_kapitaalbeleid\\_2/document3/f=/vkzia89kgmup\\_opgemaakt.pdf](https://www.eerstekamer.nl/overig/20190607/naar_een_bestendig_kapitaalbeleid_2/document3/f=/vkzia89kgmup_opgemaakt.pdf) >

<sup>141</sup> Werkgroep Evaluatie Kapitaalbeleid DNB (2023), "Bestending van het kapitaalbeleid van DNB", < <https://open.overheid.nl/documenten/a975f4c3-60b8-46c5-8267-0dd6befb08d6/file> >

gaat herstel van de voorzieningen vooraf aan herstel van het kapitaal en de reserves. In de tweede variant is het omgekeerde het geval. Voor de komende vijf jaar is er geen verschil tussen beide varianten, omdat van herstel nog geen sprake is. In beide varianten wordt ten opzichte van het kapitaalbeleid van de afgelopen vier jaar een aantal technische correcties toegepast. Een van de correcties is op het oog minder technisch. Niet langer wordt naar herstel van een buffertekort binnen zes jaar gestreefd. De minister van Financiën heeft inmiddels laten weten voor de eerste beleidsvariant te kiezen, met een evaluatie over vijf jaar, waarbij onder andere de beleidsvarianten 1 en 2 opnieuw tegen elkaar moeten worden afgewogen.<sup>142</sup>

Ook de ECB zal de komende jaren verliezen lijden, omdat ongeveer 20% van de aankopen onder het PSPP en het PEPP door haar zijn gedaan. Zij zal de komende jaren daarom geen dividend uitkeren aan haar aandeelhouders, de NCB-en, waaronder de DNB. Dit wordt in het juridisch kader verderop uitgelegd.

### Relatief grote verliezen DNB

Vanaf het begin van de opkoopprogramma's in 2015 is ervoor gekozen de NCB-en de obligaties te laten kopen van hun eigen nationale overheden en daarover het risico volledig te dragen. Gevolg daarvan is dat de verliezen van de NCB-en van overheden met een hoge kredietbeoordeling, zoals Nederland, nu relatief groot zijn ten opzichte van die van landen met een relatief lage kredietbeoordeling.

Hoewel geen specifieke rechtvaardiging werd gegeven voor deze beslissing, gaf Benoît Coeuré, een van de toenmalige leden van de Raad van Bestuur van de ECB, slechts enkele dagen na de publicatie van de beslissing een mogelijke uitleg van deze beslissing. Hij verklaarde dat:

" . . . aankopen van overheidsobligaties door nationale centrale banken niet onderworpen zullen zijn aan het delen van verliezen. We hebben rekening gehouden met de specifieke kenmerken van de eurozone, wat betekent dat we opereren in een omgeving van gedecentraliseerde nationale begrotingsautoriteiten en dat de ECB geen mandaat heeft om op grote schaal budgettaire risico's te poolen."<sup>143</sup>

Om deze reden werd besloten dat de NCB-en alleen obligaties van hun respectieve lidstaten zouden aankopen om de afbakening tussen begrotings- en monetair beleid binnen de EU te respecteren, waarbij begrotingsbeleid tot de bevoegdheid van de lidstaten blijft behoren, terwijl monetair beleid voor de lidstaten van de eurozone een exclusieve bevoegdheid van de EU is. Het hebben van een gemeenschappelijke munt, en het feit dat de ECB zelf ook obligaties

---

<sup>142</sup> Kaag, S., 'Kabinetsreactie rapport werkgroep evaluatie kapitaalbeleid DNB', 22 december 2023, < <https://open.overheid.nl/documenten/6614785a-a771-4763-8a26-6ae3521ec18c/file> >

<sup>143</sup> Coeuré, B., "'Embarking on public sector asset purchases", Speech at the Second International Conference on Sovereign Bond Markets', Frankfurt, 10 maart 2015. < [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150310\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150310_1.en.html) >

koopt, brengt wel onvermijdelijk een vorm van risicodeling met zich mee. De precieze financiële voor- en nadelen van deze risicodeling zijn moeilijk te kwantificeren.

Waarschijnlijk heeft bij deze beslissing ook meegespeeld dat er grote weerstand werd verwacht in de landen met een hoge kredietwaardering tegen het via hun centrale bank geconfronteerd worden met mogelijke verliezen als gevolg van wanbetaling door andere landen. Die wanbetalingen hebben zich tot nu toe niet voorgedaan en daarom lijdt DNB nu grotere verliezen dan het geval zou zijn geweest als ze ook obligaties van landen met een lagere kredietbeoordeling had gekocht. Het vermijden van verliezen als gevolg van wanbetaling door landen met een lage kredietbeoordeling is niet gratis.

### Juridische beoordeling

Met betrekking tot de juridische beoordeling van de ontwikkeling van de winsten en verliezen van de ECB en DNB is een aantal aspecten van belang. Dit betreft allereerst het juridische kader dat van toepassing is op de winsten en verliezen van de ECB en DNB. Ook moet worden nagegaan in hoeverre de ECB en DNB met negatief eigen vermogen mogen opereren en zo ja, of dit al dan niet gevolgen heeft voor de (financiële) onafhankelijkheid van de ECB en DNB. Op deze vragen wordt nu achtereenvolgens ingegaan.

#### *1. Toepasselijk juridische kader met betrekking tot winsten van de ECB en DNB*

Artikel 33 van de Statuten van het ESCB en de ECB bepaalt dat jaarlijks maximaal 20% van de winst van de ECB kan worden overgedragen naar het algemeen reservefonds van de ECB, waarvan het totale bedrag niet meer mag bedragen dan 100% van het kapitaal van de ECB. De resterende winst van de ECB wordt onder de NCB-en verdeeld naar rato van hun gestorte aandelen. Elke NCB kan vervolgens bepalen hoe ze deze winsten herverdeelt. Deze kunnen uiteindelijk naar de begrotingen van de lidstaten vloeien.

Overeenkomstig artikelen 32.1 en 32.5 van de Statuten van het ESCB en de ECB worden inkomsten die NCB-en bij de uitoefening van de monetaire beleidstaken van het ESCB verkrijgen aan het einde van elk boekjaar in principe aan de NCB-en toegedeeld naar rato van hun gestorte aandeel in het kapitaal van de ECB (de kapitaalverdeelsleutel).<sup>144</sup>

Met betrekking tot DNB bepaalt artikel 16, lid 2, Bankwet 1998 dat DNB met toestemming van de minister van Financiën bevoegd is om reserves na winstvaststelling te vormen. Stortingen in en onttrekkingen aan deze reserves behoeven de toestemming van de minister. Details zijn vastgelegd in een overeenkomst tussen DNB en de minister over de winstafracht (de eerder

---

<sup>144</sup> Artikel 32.4 bepaalt dat NCB-en de rentelasten in mindering kunnen brengen die door hen zijn betaald over de verplichtingen jegens kredietinstellingen uit hoofde van deposito's met betrekking tot minimumreserves.

besproken overeenkomsten over het kapitaalbeleid). De winstafdracht is een ontvangst voor de rijksoverheid en maakt deel uit van de rijksbegroting.

## 2. Toepasselijke juridische kader met betrekking tot verliezen van de ECB en DNB

Wanneer de ECB verliezen lijdt, kunnen deze worden gecompenseerd uit haar algemene reservefonds. Na een besluit van de Raad van Bestuur van de ECB kunnen de monetaire inkomsten van het desbetreffende jaar ook worden aangewend ". . . naar rato en ten belope van de bedragen die aan de nationale centrale banken zijn toegedeeld."<sup>145</sup> Dit houdt in dat NCB-en niet hun deel van de inkomsten ontvangen, maar dat deze in plaats daarvan worden gebruikt om verliezen te compenseren. Dit mechanisme is geïnterpreteerd als een manier om de verliezen van het Eurosysteem te "socialiseren".<sup>146</sup> De reden hiervoor is dat de monetaire inkomsten die anders aan de NCB'-en zouden zijn uitgekeerd, worden gebruikt om supranationale, ECB-verliezen te compenseren. Dit betreft een zeer beperkt deel van de verliezen die bijvoorbeeld door het PEPP worden veroorzaakt, aangezien de NCB-en de overgrote meerderheid (80%) van de gekochte staatsobligaties van hun land zelf aanhouden. De ECB kan (ook) een eventueel resterend negatief verschil op haar balans opnemen als overgedragen verlies.<sup>147</sup>

Verliezen van DNB worden conform het eerder besproken Kapitaalbeleid 2023 behandeld. Verliezen die NCB-en in het kader van de vervulling van hun taken in het Eurosysteem maken, zoals in het kader van de aankoop van staatsobligaties, hebben dus rechtstreeks invloed op de winstuitkeringen aan hun aandeelhouders (de desbetreffende lidstaten).

## 3. Negatieve eigen vermogenspositie van centrale banken

In het kader van de (verwachte) verliezen van de ECB en de NCB-en doet zich de vraag voor of centrale banken met een negatief eigen vermogen mogen opereren.<sup>148</sup>

De EU-Verdragen en de statuten van het ESCB en de ECB bevatten geen bepaling over de mogelijkheid (of het verbod) van de ECB om met negatief eigen vermogen te werken. Er bestaat dus geen juridische belemmering om met een negatief eigen vermogen te werken.<sup>149</sup>

---

<sup>145</sup> Artikel 33.2 van de Statuten van het ESCB en de ECB.

<sup>146</sup> Binder, J.H. (2015), "Drohende Zentralbankinsolvenz? Haftungs- und Verlustszenarien im Europäischen System der Zentralbanken vor dem Hintergrund der aktuellen Diskussion", *Juristenzeitung*, 70, 328-336, p. 333.

<sup>147</sup> van Riet, A. (2022), "The ECB in the new normal, organizing fiscal support for monetary policy", in: T. Beukers, D. Fromage en G. Monti (eds), *The new European Central Bank, taking stock and looking ahead*, (Oxford University Press, 2022), p. 355.

<sup>148</sup> Zie bijv. Stella, P. (1997), "Do Central Banks Need Capital?", *IMF Working Paper*, July 1997;

Wessels, P. en Broeder, D. (2022), "On the capitalisation of central banks", *De Nederlandsche Bank Occasional Studies*, Volume 20(4);

Bindseil, U., Manzanares, A. en Weller, B. (2004), "The Role of Central Bank Capital Revisited", *ECB Working Paper Series*, No. 392.

<sup>149</sup> Political economic or even legal consequences may, however, arise.

See further: Wellink, N. en Marsh, D., 'Euro area central bank losses increase complications for monetary policy', OMFIF, 29 augustus 2023, < <https://www.omfif.org/2023/08/euro-area-central-bank-losses-increase-complications-for-monetary-policy> > ; Wessels, P. en Broeder, D. (2022), "On the capitalisation of central banks".

Er is ook geen automatische herkapitalisatie van de ECB via de NCB-en voorzien in het primaire EU recht. Er is ook geen wettelijke belemmering voor DNB om te opereren met een negatief eigen vermogen.

#### 4. De invloed van verliezen op de (financiële) onafhankelijkheid van de centrale bank

De onafhankelijkheid van de ECB en NCB-en is verankerd in artikel 130 VWEU en heeft vier dimensies: functionele-, institutionele-, persoonlijke- en financiële onafhankelijkheid. Kunnen de (verwachte) verliezen van de ECB en NCB-en de financiële onafhankelijkheid ondermijnen, als bijvoorbeeld overheden voorwaarden zouden stellen aan het verstrekken van kapitaalinjecties?<sup>150</sup>

Wat betreft het antwoord op deze vraag is het volgende citaat van de ECB relevant:

“... impliceert financiële onafhankelijkheid ook dat een nationale centrale bank steeds over voldoende middelen dient te beschikken. Met name dient vermeden te worden dat gedurende langere tijd het eigen vermogen van een nationale centrale bank onder het wettelijke vereiste ligt, of zelfs negatief is, en verliezen die groter zijn dan het kapitaal en de reserves worden gecompenseerd. Dergelijke situaties kunnen de uitvoering van met het ESCB verband houdende taken, alsook nationale taken, door nationale centrale banken aantasten. Bovendien kan zulks de geloofwaardigheid van het monetaire beleid van het Eurosysteem aantasten. Derhalve, indien het eigen vermogen van een nationale centrale bank onder het wettelijke vereiste ligt, dan wel zelfs negatief is, **dient de respectieve lidstaat de nationale centrale bank van voldoende kapitaal te voorzien minimaal tot het niveau van het wettelijk vereiste kapitaal en wel binnen een redelijke tijdsperiode opdat wordt voldaan aan het beginsel van financiële onafhankelijkheid.**”<sup>151</sup>

Nu is een convergentieverslag van de ECB geen wettelijk bindend document. Bovendien is de definitie van centrale bank onafhankelijkheid zoals gegeven door de ECB al aangepast door het HvJ.<sup>152</sup>

Verder roept het standpunt van de ECB dat een negatief eigen vermogen problematisch zou zijn, als het over een “langdurige periode” zou bestaan, de vraag op wat de lengte van deze periode is of zou moeten zijn.<sup>153</sup> Zonder definitie hiervan, is er een ruime marge voor

---

<sup>150</sup> van Riet, A. (2022), “The ECB in the new normal, organizing fiscal support for monetary policy”, p. 351.

<sup>151</sup> Nadruk door auteurs toegevoegd. ECB, ‘Convergentieverslag, juni 2022’, 1 juni 2022, < <https://www.ecb.europa.eu/pub/convergence/html/ecb.cr202206~e0fe4e1874.nl.html> > p. 27.

<sup>152</sup> Zaak C-45/21 Banka Slovenije, EU:C:2022:670. Zie ook: Martinelli, T. (2023), “The liability of national central banks acting as resolution authorities, financial independence, and the prohibition of monetary financing: *Banka Slovenije*”, *Common Market Law Review*, Vol. 60, No. 6, p. 1721-1744.

<sup>153</sup> Bijv.: ECB, ‘Convergentieverslag’, mei 2018, < <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/ecb.cr201805.nl.pdf> >

interpretatie van dit vereiste. Wessels en Broeders stellen op grond van een economische analyse dat:

“ . . . From a consolidated perspective, the capitalisations of the individual NCBs in the Eurosystem are less relevant, as long as the financial strength is sufficient on the aggregate Eurosystem level [..., although] on an aggregate level the capitalisation of the Eurosystem should still be adequate, and each NCB should contribute its part”.<sup>154</sup>

Tegen deze achtergrond kan worden aangenomen dat de ECB niet onmiddellijk zal optreden als een NCB met een negatief eigen vermogen zou opereren en dat zij haar vereiste van financiële onafhankelijkheid in dat geval zou kunnen en willen aanpassen. Anders gezegd is het waarschijnlijk dat de ECB alleen de herkapitalisatie van een NCB zou eisen, als het anders onmogelijk zou worden om haar Eurostelsel taken uit te oefenen.<sup>155</sup>

In relatie tot de huidige en verwachte situatie van DNB kan hieraan nog het volgende worden toegevoegd. De ECB heeft een definitie van eigen vermogen die bestaat uit de som van kapitaal en alle reserves (inclusief herwaarderingsreserves). DNB heeft een omvangrijke herwaarderingsreserve op haar bezittingen aan goud. Als gevolg daarvan is het eigen vermogen van DNB positief en ziet het er niet naar uit dat dit de komende vijf jaar ondanks de te verwachte forse verliezen zal veranderen.

Ook blijft onder het zojuist afgesproken Kapitaalbeleid 2023 de capaciteit van DNB om alle stelseltaken uit te voeren in stand. Bedacht dient hierbij te worden dat DNB voor haar budget om de monetaire taken binnen het Eurosystem uit te voeren geen goedkeuring aan de overheid hoeft te vragen. Hierin komt geen verandering in het onwaarschijnlijke scenario dat het eigen vermogen, zoals gedefinieerd door de ECB, negatief zou worden.

Ook het eigen vermogen van de ECB lijkt de komende jaren positief te blijven. Ook kan zij haar Eurostelsel taken, zelfs indien het eigen vermogen negatief zou worden, goed blijven uitvoeren. Een herkapitalisatie van de ECB door de aandeelhouders, de NCB-en, lijkt daarom niet te hoeven plaatsvinden de komende jaren.

---

<sup>154</sup> Haakjes toegevoegd. Wessels, P. en Broeder, D. (2022), “On the capitalisation of central banks”.

<sup>155</sup> Binder, J.H. (2015), “Drohende Zentralbankinsolvenz? ”