

Vergaderjaar 2017–2018

33 283

Macro-economische risico's voor het financiële stelsel

Nr. 19

VERSLAG VAN EEN GESPREK

Vastgesteld 28 juni 2018

De vaste commissie voor Financiën heeft op 6 juni 2018 een gesprek gevoerd met DNB en het CPB over **macro-economische risico's voor het financiële stelsel**.

Van dit gesprek brengt de commissie geredigeerd woordelijk verslag uit.

De voorzitter van de commissie,
Anne Mulder

De griffier van de commissie,
Weeber

Voorzitter: Anne Mulder
Griffier: Weeber

Aanwezig zijn negen leden der Kamer, te weten: Alkaya, Hennis-Plasschaert, Van der Linde, Anne Mulder, Nijboer, Van Rooijen, Slootweg, Sneller en Snels,

alsmede de heer Knot en mevrouw Van Geest.

Aanvang 11.02 uur.

De voorzitter:

Ik open dit openbare gesprek met de president van De Nederlandsche Bank en de directeur van het Centraal Planbureau over macro-economische risico's voor het financiële stelsel. Een van de aanbevelingen van de commissie-De Wit, alweer van een paar jaar geleden, aan de Kamer was om De Nederlandsche Bank en het Centraal Planbureau te verzoeken jaarlijks te rapporteren over financiële stabiliteitsrisico's. Dat hebben ze gedaan. Daar gaan we het vandaag dan ook over hebben. De opzet van vandaag is als volgt. Onze gasten, eerst de heer Knot en daarna mevrouw Van Geest, houden een korte inleiding. Daarna is er gelegenheid tot gesprek, vragen en opmerkingen. Zullen we het zo doen? Ik geef eerst het woord aan de heer Knot. Gaat uw gang. En allebei nog van harte welkom natuurlijk.

De heer Knot:

Dank u wel, ook voor de uitnodiging. Het is zo langzamerhand een heuse traditie aan het worden dat we zo in het voorjaar eens stilstaan bij de belangrijkste kwetsbaarheden in ons financieel stelsel en bij de mogelijke bedreigingen die daaruit voortvloeien voor de financiële stabiliteit. Ik zal vandaag mijn inleiding beginnen met de risico's uit de internationale omgeving, want ik denk dat die op dit moment het meest actueel zijn. Daarna zal ik kort inzoomen op de Nederlandse financiële sector en ook iets zeggen over de woningmarkt.

Laat ik beginnen met het internationale beeld. Zo op het eerste gezicht staan de meeste seinen internationaal toch nog steeds wel op groen. Het IMF raamt bijvoorbeeld een groei van de wereldeconomie dit jaar van ongeveer 4%. Dat is historisch gezien best hoog en zit echt aan de bovenkant van wat je zo kunt verwachten. Op financiële markten zijn hier en daar wat kleine aberraties, maar het overall sentiment blijft uiteindelijk toch overwegend positief. Daarnaast is in de tien jaar na de financiële crisis een breed scala aan hervormingen in de financiële sector doorgevoerd, die zonder meer de weerbaarheid van de financiële sector hebben vergroot.

Toch is het niet allemaal groen. Er hebben zich ook wel kwetsbaarheden opgebouwd voor de crisis, maar ook nog steeds in de tien jaar na de crisis. Ik heb het dan vooral over de wereldwijd hoge schuld niveaus. Om maar eens een cijfertje te noemen: eind 2017 bedroeg de mondiale schuldenlast – daaronder vallen huishoudens, bedrijven, banken en overheden – 237.000 miljard. Nou zegt zo'n cijfer natuurlijk niet zo veel, maar als je dat probeert te koppelen aan het mondiale bbp, is dat 3,1 keer het mondiale bbp. De mondiale LTI-ratio, zou je kunnen zeggen, is 3,1. Dat is toch wel behoorlijk veel.

Een tweede punt dat ik moet noemen zijn de vermogensprijzen. Het is moeilijk om te zeggen dat er sprake is van een generieke zeepbel op de vermogensmarkten, maar het is wel degelijk zo dat onder invloed van de zoektocht naar rendement prijzen van vermogenstitels zijn opgestuwd. Op sommige markten zijn die opgestuwd tot niveaus die boven de funda-

mentele waarde uitstijgen. Dat zien we niet alleen op traditionele markten, maar ook op minder traditionele markten, zoals crypto's en leveraged loans.

We weten ook uit het verleden dat de opbouw van dit soort kwetsbaarheden vaak heel lang kan duren. Tegelijkertijd zijn er verschillende factoren die voor een omslag zouden kunnen zorgen en die het vertrouwen van beleggers plots zouden kunnen aantasten. Om er in de huidige context een paar te noemen: de politieke onrust in Italië, de gespannen geopolitieke situatie en ook zeker de dreiging van een oploeiende handelsoorlog. Deze risico's manifesteren zich op dit moment tegen de achtergrond van de normalisatie van het monetaire beleid in de eurozone, dat hoe dan ook tot hogere financieringskosten gaat leiden. Het feit dat de economische activiteit in het eerste kwartaal iets is afgevlakt tot een meer houdbaar groeitempo wijst eigenlijk vooral op het volwassen karakter van de huidige opgang. Na vier jaren van onafgebroken inhaalgroei is sprake van een inflatiebeeld dat in lijn is met onze definitie van «prijsstabiliteit», te weten een inflatie van beneden maar dicht bij 2% op de middellange termijn. Dat inflatiebeeld is al langere tijd stabiel en leunt ook steeds minder op onze monetaire beleidsimpulsen. Met de meeste marktvorsers vind ik het daarom in de rede liggen om spoedig het einde van de netto obligatieaankopen te gaan aankondigen.

Hoewel de precieze aanleiding van een eventuele omslag in het marktsentiment lastig te voorspellen is, valt er best wel iets te zeggen over de gevolgen die dat zal hebben. Zo kunnen op financiële markten stevige prijscorrecties plaatsvinden, zeker voor de vermogenstitels waar de waarderingen toch sterk afwijken van de onderliggende fundamentele factoren. Waar we begin februari ook weer aan herinnerd werden, was dat als alle marktpartijen tegelijkertijd dezelfde kant op bewegen, wat vaak gebeurt op financiële markten, die prijsuitslagen behoorlijk fors kunnen zijn. Niet alleen op financiële markten heeft een dergelijke omslag gevolgen, maar ook bedrijven, huishoudens en overheden met schulden zullen allemaal op den duur geconfronteerd worden met hogere financieringskosten. In hoeverre dat problemen geeft, verschilt natuurlijk van geval tot geval. Maar als ik er toch één geval specifiek uit mag pikken: een bijzonder punt van aandacht blijven toch de hoge overheidsschulden in Zuid-Europa. Als je kijkt naar het beloop, is het niet verrassend dat die tijdens de crisis fors zijn opgelopen. Wel is het teleurstellend dat ze in de nasleep van de crisis eigenlijk amper, en in sommige gevallen zelfs niet, omlaag zijn gebracht. Nu rentes en risicopremies relatief laag zijn, is het voor die overheden relatief eenvoudig om die schulden te financieren. Maar wanneer risicovrije rentes dan wel risicopremies gaan oplopen, kan deze dynamiek natuurlijk snel weer verslechteren. Dat kan op termijn de negatieve wisselwerking tussen banken en overheden opnieuw op de proef stellen, zeker in een kwetsbaar land als Italië, waar de banken immers nog steeds grote uitzettingen op de eigen overheid hebben. Als ik een beetje reclame mag maken voor de risicorapportage van het Centraal Planbureau, daar staat een grafiekje in van de uitzettingen van de banken op de eigen overheid. In het verleden hebben we dat ook wel in ons overzicht gehad, maar we hebben dat dit keer niet meegenomen. Toen ik het zo doorbladerde, ziet dat er toch best wel zorgwekkend uit. Laat ik nu doorgaan met de situatie in Nederland, te beginnen met de financiële sector. Ik begin met de observatie dat de Nederlandse banken inmiddels een stuk weerbaarder zijn dan een aantal jaren geleden en dat ze er in die zin gewoon echt beter voor staan. De winstgevendheid is stevig aangetrokken. De kapitalisatie is duidelijk omhooggegaan, op welke manier je die kapitalisatie ook zou willen meten. Dankzij die sterke kapitalisatie voldoen de banken al in hoge mate aan de eisen van Basel 3.5.

Bij levensverzekeraars en bij pensioenfondsen is de situatie iets ingewikkelder. Zij hebben natuurlijk erg veel last van de lage rentestand vanwege

hun langlopende verplichtingen. Maar het is ook goed om je te realiseren dat een rentestijging niet per se goed nieuws is voor levensverzekeraars en pensioenfondsen. Het hangt er maar heel erg van af wat de oorzaak is van die rentestijging. Als die rentestijging wordt veroorzaakt door een stijging van de risicovrije rente, bijvoorbeeld doordat centrale banken hun tarieven gaan verhogen, is dat zonder meer goed nieuws, want dan betekent het dat de waarde van de verplichtingen van deze instellingen sneller zal dalen dan dat de waarde van hun vastrentende beleggingen zal dalen. Maar als de rentestijging niet komt van de risicovrije rente, maar van het oplopen van risicopremies, bijvoorbeeld omdat macro-economische risico's in de eurozone of waar dan ook sterk toenemen, leidt dat alleen maar tot een vermogensverlies aan de beleggingenkant van de balans. Dan blijft de risicovrije rente waar die zit en blijven de verplichtingen dus ook waar ze zijn. Dan is dat dus niet een positieve ontwikkeling voor de financiële positie van levensverzekeraars en pensioenfondsen.

Dan nog even de woningmarkt. Het is duidelijk dat die bijzonder stevig aantrekt. De prijzen bevinden zich ook alweer, in ieder geval nominaal bezien, op het recordniveau van 2008 en in de grote steden zelfs al fors daarboven. Je ziet nu dat de prijsstijgingen zich als een soort olievlek van de grote steden af beginnen te bewegen, ook naar de randgemeenten en elders in Nederland. Dankzij de lage rente is de betaalbaarheid wel nog steeds beter dan voor de crisis; dat is ook iets om in gedachten te houden. Er is één groep die daarop een uitzondering vormt: de starters in de grote steden. Daar liggen de financieringslasten van een woning hoger dan voor de crisis.

Wat ook van belang is, is dat we ondanks forse prijsstijgingen op de woningmarkt nog geen kredietgedreven zeepbel zien. Sterker nog, de hypothecaire kredietgroei neemt maar mondjesmaat toe. Die lag het afgelopen jaar zo rond 1%. Dat is bijzonder matig. Ik vergelijk het met bijvoorbeeld eind jaren negentig, toen de woningprijzen ook hard stegen. Toen groeide de kredietverlening met gemiddeld 16% per jaar. Jaar op jaar. Dus dat is echt een heel ander beeld dan dat van vandaag de dag. Dat komt doordat er nu meer met eigen geld wordt gefinancierd, onder meer omdat particuliere beleggers in een zoektocht naar rendementen de weg naar de woningmarkt hebben gevonden. Daarnaast wordt de kredietgroei gedrukt doordat met name oudere woningbezitters nog steeds vrijwillig en extra aflossen. Dat geeft als het ware toch een wat solidere basis onder de huizenprijsstijging dan wanneer financiering had plaatsgevonden via forse kredietverlening.

Maar, het verleden biedt ook hier geen garantie voor de toekomst. Het is natuurlijk zo dat de meeste huishoudens niet blijvend kunnen interen op hun vermogen. Hun vermogen is eindig. Dat betekent dat, als de woningprijzen blijven stijgen, er toch een moment zal komen waarop ook de kredietgroei weer zal toenemen. En dan zal er in Nederland toch weer relatief snel sprake zijn van financiële stabiliteitsrisico's, omdat de Nederlandse leennormen in internationaal opzicht nog steeds erg hoog zijn.

Goed. Hiermee wil ik graag mijn inleiding afsluiten. Vanzelfsprekend ben ik graag bereid om eventuele vragen en opmerkingen te beantwoorden.

De voorzitter:

Dank voor uw inleiding. Dan gaan we naar mevrouw Van Geest.

Mevrouw Van Geest:

Dank u wel, voorzitter. Het is een mooie traditie: een keer per jaar kijken wij tijdens deze bijeenkomst terug op de risico's. Het is ook mooi dat de Kamer in de nieuwe samenstelling deze traditie handhaaft. Ons risicobeeld hebben wij vorige week geschetst. Het algemene beeld dat daaruit naar voren komt, is dat risico's op het gebied van financiële stabiliteit in

Nederland vooral uit het buitenland komen en dat Nederland een goede uitgangspositie heeft.

Hoe ziet die goede uitgangspositie er dan uit? Zeker in vergelijking met het verleden gaat het met de banken goed. Ze maken een net rendement en uitgaande van de huidige regelgeving hebben ze een adequate kapitaalspositie, ook al is de Nederlandse leverage ratio internationaal gezien niet per se super indrukwekkend. Wel valt op dat een belangrijk deel van het bankwezen nog in handen van de Staat is. Dat verdringen we natuurlijk met elkaar een beetje, maar dat is nog wel zo. Dat geldt voor ABN AMRO, waarvoor er in ieder geval een traject is voor vervreemding, maar ook voor de Volksbank, waarvoor nog geen exitstrategie helder is. Verzekeraars en pensioenfondsen staan er iets beter voor dan een jaar geleden, ook al is hun positie nog wel een positie om goed op te letten, zoals de heer Knot al aangaf. Vooral de Nederlandse overheidsfinanciën zijn op orde. Dus de financiële sector is grofweg op orde en de Nederlandse overheidsfinanciën zijn op orde. Daarmee hebben we een goede uitgangspositie om aan internationale onrust of aan kleine zorgpunten in Nederland – die hebben wij wel gesignaleerd – het hoofd te bieden. Net als De Nederlandsche Bank, en trouwens iedereen in Nederland, constateren wij dat de huizenmarkt booming is. Prijzen stijgen snel, er zijn nog maar weinig huizen om te verkopen en huizen staan kort te koop. Dat zijn allemaal tekenen van oververhitting. In het jargon – voor de liefhebber hebben we een document gepubliceerd met achtergronden – betekent dit dat de vraag het aanbod sterk overstijgt, waardoor de huizenprijzen snel stijgen. Dat hoeft niet per se hetzelfde te zijn als een zeepbel, zo zeg ik erbij. Want bij een zeepbel zijn de prijzen hoger dan gelet op de fundamentelementen redelijk zou zijn. Nou is vaststellen of de prijzen hoger zijn dan het fundament een aparte tak van sport die maar weinigen – wij niet – met succes bedrijven. Vaak kunnen we pas achteraf constateren dat er een zeepbel is en dat is natuurlijk vrij onbevredigend. Dus in dat opzicht blijft economie wel een dismal science. Dat neemt niet weg dat wij op dit moment denken dat er geen sprake is van een zeepbel. Je ziet namelijk dat de huizenprijzen vooral stijgen in de Randstad, maar niet in heel Nederland. En in de Randstad zou dat ook best wel kunnen samenhangen met een meer structurele factor, namelijk de trek naar de stad. In Amsterdam zijn de huizenprijzen indrukwekkend gestegen, maar in Zeeland is dat bijvoorbeeld niet zo. Dus er zijn gebieden in Nederland, aan de randen, waar zich deze stijging niet vertoont. Als dat een reflex is op structurele factoren, is dat niet vreselijk.

Wordt het op enig moment wel een zeepbel, dan zijn de gevolgen van het uiteen klappen van de zeepbel natuurlijk onaangenaam. Dat is natuurlijk wel een feit. Niet elke zeepbel klapt uiteindelijk; een zeepbel kan ook leeglopen. In het recente verleden hebben we die ervaring natuurlijk wel gehad. Het is slecht voor de financiële sector en het is ook slecht voor de economie in haar geheel. Er is wel een positief punt ten opzichte van de situatie in 2008. De leennormen – de loan to income ratio en de loan to value ratio – zijn in Nederland wel echt verstrakt ten opzichte van die periode. De hypotheekrenteaf trek is versoberd en mensen moeten tegenwoordig ook weer aflossen. Dat alles maakt dat de huidige hypotheek eigenaren wel iets weerbaarder zijn dan in 2008, toen de zeepbel leegliep.

Een andere kwetsbaarheid van Nederland is een digitale kwetsbaarheid, zoals wij het noemen. Nederland loopt voorop met digitaal bankieren. Dat heeft heel veel voordelen, maar dat betekent natuurlijk ook dat je vooroploopt met de nadelen daarvan: storingen en cyberaanvallen. Tegen die achtergrond staan wij er positief tegenover, of vinden wij het goed, dat aan cyberstresstesten wordt gewerkt. Op dat vlak verrichten De Nederlandsche Bank en de AFM volgens mij ook werk. Dat is niet alleen belangrijk voor de banken zelf – die moeten natuurlijk weten of ze op orde zijn; dat lijkt mij voor henzelf ook prettig – en voor de toezichthouder,

maar het is natuurlijk ook belangrijk voor de burgers en de klanten van de banken. Transparantie op dat punt is dus gewenst. Zoals ik al zei, heeft Nederland een goede uitgangspositie om de risico's het hoofd te bieden. Wij zien veel goed nieuws.

Er zijn een paar opletpunten. Over welke internationale risico's kun je dan wel zorgelijk zijn?

Nou, de eerste is de rente. In onze risicorapportage zeiden we dat die vraagt om een balancing act. De Nederlandsche Bank heeft het over stuurmanskunst, dus we zitten daarbij denk ik op dezelfde pagina, zij het niet op dezelfde metafoor. Ik denk dat wij in de risicorapportage nog wat zorgelijk waren over het feit dat de rente misschien te sloom omhoog zou kunnen gaan. Dat komt natuurlijk doordat wij niet bij de EB zitten. Wij kunnen daar dus alleen maar over speculeren. Ik constateer dat mijn buurman denkt dat het wel tijd is voor tempo. Daar kunnen wij ons dan wel weer iets bij voorstellen.

Andere risico's zijn vooral politiek van aard: een chaotische brexit, het grillige en onvoorspelbare beleid van de Verenigde Staten. We hebben ook nog kort stilgestaan bij klimaat als politiek risico. Dat is niet omdat wij het schandelijk zouden vinden dat er iets op het vlak van klimaat gebeurt, maar feit is dat prijzen nu gevestigd zijn op basis van de kennis van het huidige klimaatbeleid. Als dat klimaatbeleid verandert, in Nederland bijvoorbeeld, dan zal dat zijn weerslag hebben op de vermogenstitels die daardoor worden geraakt, en daarmee op de banken die deze weer voor een deel financieren.

Tot slot noem ik nog Italië. Daar kom ik nog op terug.

Ik wil inzoomen op twee onderwerpen die wij er in de risicorapportage hebben uitgelicht. Vaak kun je je ergens zorgen over maken terwijl je niet zeker weet of je je daar terecht zorgen over maakt. We hebben daarom twee dingen uitgezocht: de bank-overheid Nexus en de cryptomunten. Het goede nieuws is dat wij over de cryptomunten wat minder zorgelijk zijn. Over de bank-overheid Nexus zijn we wel wat meer zorgelijk.

In onze beleving heeft de bankenunie in wording de eurozone verstevigd. Het centrale toezicht dat er nu is, maakt dat we in ieder geval allemaal op dezelfde manier kijken en meten. Dat is goed, maar het heeft de bank-overheid Nexus nog niet opgelost. Banken bezitten veel overheids-papieren en overheden zijn weer de achtergang voor banken via het depositogarantiestelsel en de reddingsoperaties. Die omhelzing is er nog steeds.

Nou zijn er natuurlijk veel gesprekken over de toekomst van de bankenunie en het wenselijke tempo waarin we die risico's meer zouden gaan delen. Wij dachten dat het misschien nuttig zou zijn om, voorbij de emotie, nog even naar de cijfers te kijken. Dat is eigenlijk vooral de reden waarom we zo'n dik achtergronddocument hebben gemaakt. Als je naar die cijfers kijkt, dan zie je dat de overheidsschuld in Italië, Frankrijk en Spanje echt fors is gestegen. De hoeveelheid overheidspapier in bezit van banken – dat is een omhelzing – is in Italië en in Spanje fors gestegen. Je kunt wel zien dat dit in Spanje weer wat daalt, maar in Italië blijft dit nog best wel hoog. Kijk je naar de problemleningen, dan zie je dat het aandeel problemleningen in Italië en Spanje fors is gestegen. Nou is dat in Spanje wel gepaard gegaan met een stijging van het eigen vermogen: ik heb meer problemen, maar ik heb ook in iets van een buffer voorzien. Maar dat is in Italië niet het geval. Als je dat zo beziet, is dat dus op zichzelf wel zorgelijk. We wilden dus eigenlijk wel wat doen aan die bank-overheid Nexus. In sommige delen van Europa is dat ten opzichte van de crisis eigenlijk eerder erger geworden dan minder.

Er wordt ook gesproken over oplossingen hiervoor. Ook daarover is veel debat: wat wil je doen, wil je meer kijken wat bij particuliere schuld gangbaar is? Daar zijn veel emoties bij. Ook daarover hebben wij cijfermatig wat in beeld gebracht. Je zou kunnen zeggen: laten we overheidspapier behandelen als particuliere schuld. Dat is dus: wegen met

het risico dat het draagt. Als we bij de particuliere schuld zeggen «leg niet al je eieren in één mandje», laten we dat misschien dan ook tegen de overheid zeggen.

We hebben daarbij wat sommen gemaakt. Als je het risicogewicht zou toepassen à la de schuld bij particulieren, dan zouden alle eurolanden samen 39 miljard extra kapitaal moeten aantrekken om terug te komen bij hun oorspronkelijke kapitaalratio's. Die 39 miljard is natuurlijk niet voor iedereen hetzelfde: Italië 11 miljard, Spanje 6, Frankrijk 5, Duitsland 4 en Nederland 1 miljard. Voor het lokale gesprek hier is dat denk ik weer geruststellend.

Als je concentratiemaxima oplegt, dan moet bij eurolanden eigenlijk een bedrag van 606 miljard herschikt worden. Daarbij hebben wij gerekend met een voorbeeld. Er zijn vele voorbeelden in het achtergronddocument. In het hoofddocument hebben we 50% genoemd. Dat is het dubbele van wat je bij een particulier acceptabel zou vinden. Want dat het concentratierisico verandert, betekent niet dat dit allemaal uit de banksector moet komen. Het betekent alleen dat Italië misschien wat Spaans papier moet aanhouden of dat Nederland misschien wat Duits papier moet aanhouden. Dan mag je 606 miljard hebben en dan zou 705 miljard herschikt moeten worden. Dat betekent dat de concentratiegraad van het eigen vermogen gemiddeld genomen meer is dan 100%. Voor Italië is dat dan 77 miljard, voor Frankrijk 202 en voor Duitsland 184. Je denkt altijd dat het alleen maar in Italië een issue is, maar die concentraties zijn in sommige andere landen ook best wel hoog. Voor Nederland is dat 32.

Een derde punt waarover je zou kunnen nadenken en waarover het gesprek ook wordt gevoerd, is het volgende. Als banken nou safe assets willen, dan zouden we nog eens moeten kijken naar de European Safe Bonds, Esbeeks. Daar wordt nu op gestudeerd. Wij vinden het wel een interessant fenomeen. Het gaat natuurlijk alleen maar vliegen als mensen er uiteindelijk een risicogewicht aan geven dat zij herkennen als van een Safe Bond, want de enige rating die daar nu aan is gegeven, is geloof ik een triple B, en dat is niet hetzelfde als van een Safe Bond. «Het is een interessante optie», zeggen wij dan.

Een ander punt waarbij je kunt vragen of we daar niet wat aan moeten doen, is het aanpakken van de problemleningen. Ook daarbij is het de vraag hoeveel pijn dat nou doet. We hebben een vingeroefening gedaan met 20%. Ik zeg niet dat dit het juiste getal is, maar het geeft wel een zeker gevoel voor een orde van grootte. Dat betekent dat de eurolanden ongeveer 131 miljard zouden moeten afschrijven: Italië 26, Frankrijk 27, Spanje 16, Duitsland 11 en Nederland 8. Als je naar die landen kijkt, dan zie je dat Nederland relatief mager scoort op de probleemgebieden, terwijl de andere landen, zeker in het zuiden, wel wat geconcentreerd zijn. Ik zeg eerlijk dat we deze studie een halfjaar geleden zijn begonnen. Het is dus niet zo dat wij een perfecte voorspelling hadden of dat wij hebben willen voorspellen dat dit een realistisch scenario is.

Wat nu als men door de Italiaanse schuld in problemen komt? Dat hebben we ook bekeken. Wie heeft daar dan de meeste pijn van? Als je daar 20 miljard op zou moeten afschrijven, dan is er 56 miljard voor de eurolanden. Ik ga er maar van uit dat het regime bij de EB gewoon wordt gerespecteerd. Het gros is wel in Italië zelf; ze houden nog steeds hun eigen papier aan. En dan is het in Frankrijk en Spanje. Het papier wordt dus vooral in het zuiden en vooral in het eigen land aangehouden. Nederland houdt niet zo van Italiaans papier. Dus wij hebben daar niet zoveel last van. Dat is dus een fors bedrag. Dan kun je natuurlijk zeggen dat je je daar geen zorgen over hoeft te maken, maar dat is een beetje lichtvoetig gedacht. Want als Italië omvalt, dan komt de recessie daar gauw achteraan, en van die recessie hebben we natuurlijk met z'n allen last. Wij hebben gewoon een first-hi scenario gedaan. We hebben dus niet gekeken naar Nederlandse banken die papier hebben van mensen die

Italiaans papier hebben, want daar hebben we geen informatie over. Het geeft een beetje gevoel voor de orde van grootte. De vraag is dan: waar moet het dan heen met de bankenunie? Wat is dan het goede scenario? Nou, er is geen optimaal scenario. Je hebt het scenario van de Commissie. Daarbij ga je risico's delen en dus ook al betalen, terwijl het noorden daarbij denkt «hoezo?» Je kunt ook zeggen dat je eerst wilt zien dat de risico's kleiner worden en dat je dan pas risico's wilt gaan delen. Dat is op zichzelf een logisch sentiment, maar als het risico zich dan openbaart, moet je wel onder druk oplossingen gaan verzinnen. Dat is meestal niet het moment waarop mensen tot de beste conclusies komen. Er is ook een alternatief, dat volgens mij vooral wordt verzonden door mensen zoals wij. Die denken aan de tekentafel: je zou het toch ook hand in hand kunnen doen, een beetje risicoreductie en een beetje risicodeling, en als dat dan goed gaat, dan loopt dat samen op. Maar goed, dat betekent wel dat je elk jaar ingewikkelde gesprekken moet voeren over de vraag of die stappen echt gezet zijn. En dat vinden mensen ook niet altijd eenvoudig.

Het risico is natuurlijk dat je helemaal niks doet. Dan zeg je gewoon: het is zo moeilijk om problemen op te lossen, we doen helemaal niks. Dan weten we twee dingen zeker. Het kan goed gaan. We kunnen mazzel en alleen maar mooi weer hebben. Dan hebben we geluk. Maar het kan natuurlijk ook misgaan en dan moet er worden geïmproviseerd. Zoals gezegd: als je dingen ziet aankomen, moet je niet gokken op improviseren. Improviseren moet je reserveren voor de dingen waarvan je echt denk dat je ze niet had kunnen zien aankomen. Opvoedende tekst. Ten slotte de cryptovaluta. Daar hebben we naar gekeken. Onze conclusie is niet anders dan die van De Nederlandsche Bank: zij vormen geen stabiliteitsrisico op dit moment. Daar is de omvang van de markt eigenlijk gewoon te klein voor. De exposure tussen de financiële sector en de crypto is eigenlijk ook nog te klein om je daar zorgen over te maken. Je kunt je wel zorgen maken over de consument, die toch wel kwetsbaar is voor oplichting. Dat gebeurt gewoon wel in cryptoland. Dat is ook wel zorgelijk. Het is natuurlijk een aantrekkelijk vehikel voor criminaliteitsfinanciering en witwassen. Sommige varianten zijn vrij energie-intensief. Dus ook dat is niet heel aantrekkelijk. Je ziet dat regelgevers nog een beetje worstelen met dit nieuwe onderwerp. We hebben een soort overzichtje in het document opgenomen. De een zegt «ik kijk het aan»; de ander is al wat actiever. Het is natuurlijk makkelijk om actief te zijn als je minder scrupules hebt met ingrijpen in het internet, zo zeg ik maar. Het is ook vooral een internationaal fenomeen. De vraag is dus ook wat je dan nationaal zou kunnen doen. Op dit moment zien wij geen aanleiding om angst te hebben voor financiële stabiliteitsrisico's, maar misschien wel om alert te blijven. Daar wou ik het bij laten.

De voorzitter:

Hartelijk dank voor de inleiding. Ik kijk eens even naar de klok. We hebben ruim de tijd voor dit gesprek. Er zijn acht leden. Dat is behoorlijk. Mijn gedachte is om voor te stellen de vragen per twee te stellen. Nou wil ik het aantal vragen niet beperken tot maximaal één per lid, maar het is ook niet de bedoeling dat u even een waslijst voorleest en dat allemaal begint te domineren. Ik denk dat het ook over thema's zal gaan. Ik kan me voorstellen dat als het ene lid een vraag stelt over Italië en daarop een reactie komt – ik noem maar een voorbeeld – andere leden misschien over datzelfde thema iets willen zeggen. Ik wil eens kijken of ik dat kan toelaten, zodat een gesprek tot stand komt. Maar dat vereist wel discipline van de leden. Ik hoor de leden nu reageren, maar ik weet niet of het de ervaring is die hier spreekt, of een zeker cynisme. We gaan het proberen. Ik begin bij de heer Van Rooijen, van wie ik weet dat hij om een uur of twaalf een trein moet halen.

De heer **Van Rooijen** (50PLUS):

Voorzitter, dank u wel. Ik zeg ook dank voor de twee inleidingen. Ik zal niet over Italië spreken. Ik zal alleen zeggen dat door de rentestijging in Italië het vluchtkapitaal naar Nederland ging. De Nederlandse tienjaarrente daalde daardoor binnen een paar dagen met 0,3%. Daardoor daalde de dekkinggraad van de pensioenfondsen met 5% en kwamen de kortingen weer dichterbij.

Voorzitter. Ik wil me even beperken tot de pensioenfondsen. Met name de heer Knot maakte daarover de opmerking dat de stijging van de rente op zichzelf gunstig is voor pensioenfondsen en verzekeraars omdat dan de verplichtingen dalen. Maar hij maakte daarbij terecht een kanttekening: als het te plotseling is en in de risicosfeer zit, dan ligt dat een slag anders. Ik heb drie vragen. Heel kort, voorzitter.

De risicovrije rente wordt tot dusver door De Nederlandsche Bank en de wetgeving verdedigd met het argument dat die onvermijdelijk is vanwege de nominale harde verplichting. Mijn vraag is de volgende. Vindt de president van de bank dat de risicovrije rente kan vervallen als die nominale harde verplichting vervalt? Dat ligt in het conceptakkoord besloten; ik zal daar verder niet over uitweiden, maar het staat er wel in. Die harde koppeling is immers gemaakt en hij heeft eerder gezegd dat je die risicovrije rente niet hoeft te gebruiken als die er niet zou zijn.

De tweede vraag gaat over de gedempte premie. Ik moet De Nederlandsche Bank heel erg prijzen voor de consistentie waarmee de bank kritiek heeft en had op het feit dat voor de premieberekening niet de risicovrije rente wordt gebruikt, maar het verwachte rendement. Dat mag niet voor de verplichtingen, maar wel voor de premies, waardoor die veel te laag zijn. Dat leidt tot een daling van de dekkinggraad van 7%.

Mijn derde vraag. De pensioenfondsen moeten rekenen met een Ultimate Forward Rate. Dat is de langetermijnrente voor de periode tussen de 20 en 60 jaar. De Ultimate Forward Rate is inmiddels een variabele, dus niet de vaste van 4,2%, die de verzekeraars nog steeds hanteren. Pensioenfondsen hadden die aanvankelijk ook, maar in wijsheid heeft de politiek hier gezegd dat er voor de fondsen een andere langetermijnrente is dan voor de verzekeraars en dat die variabel moet worden. Ik begrijp dat niet, maar dat zal wel aan mij liggen. Die daalt nu snel, snoeihard, van 4,2 naar al onder de 3. Als de rente op het huidige niveau zou blijven, dan dondert die in elkaar en gaat hij in de komende tien jaar van 4,2 naar 1,5.

We zitten nu al onder de 3. We gaan richting 2, wat ook 7% tot de dekkinggraad is. Kan de heer Knot daar ook op reageren?

De Europa heeft de vloer aangeveegd met de Nederlandse FUR. Die bestaat in heel Europa niet. Ook daar zijn wij de laagste, de braafste van de klas.

Dan mijn slotvraag. De heer Knot zegt dat het huidige stelsel onhoudbaar is. Als het pensioenakkoord de drie pijlers handhaaft, vindt hij dan dat in het conceptpensioenakkoord een onhoudbaar voorstel wordt gedaan?

De **voorzitter**:

U zegt: ik heb drie vragen. Dan denk je: hij is klaar. Maar dan komt er nog een slotvraag. Dat is vier. Echt, ik begrijp de trucjes maar...

De heer **Van Rooijen** (50PLUS):

Het was wel kort.

De **voorzitter**:

Ja, maar goed. Mevrouw Hennis.

Mevrouw **Hennis-Plasschaert** (VVD):

Voorzitter, ik zal u niet vermoeien met hoe het eerste deel van mijn ochtend is verlopen, maar ik wilde wel graag mijn excuses maken aan

onze gasten omdat ik te laat binnenkwam. Daar heb ik een hekel aan, dus excuses daarvoor.

Ten tweede. Ik houd het echt heel kort. Ik heb vooral een vraag over de Esbeeks. Het is misschien niet zo verrassend dat die van mijn kant komt. Na het lezen van de publicatie – er staat een prachtig kader – vroeg ik mij af waarom het CPB hier zo op zit. Waarom willen beleggers blinde producten kopen? Zij kunnen zelf toch ook een mandje maken, om het maar even heel simplistisch uit te drukken? Het EMS doet in feite aan dit soort producten in de vorm van de uitgifte van schuldpapier. In hoeverre wijken die Esbeeks daarvan af? Ik worstel echt met dat vraagstuk. Ik hoop dat u enig licht daarop kunt laten schijnen.

Dank u wel.

De **voorzitter**:

Oké. De heer Sneller.

De heer **Sneller** (D66):

Deze vraag ging naar het CPB, maar ik ben ook heel benieuwd wat De Nederlandsche Bank van dat kader vindt.

De **voorzitter**:

«Welk kader?», wordt hier in mijn oor gefluisterd.

De heer **Sneller** (D66):

Pagina 42.

De **voorzitter**:

Pagina 42. Ja? Dan beginnen we eerst met de pensioenen. De heer Knot.

De heer **Knot**:

Goed. Laat ik beginnen met de vragen van de heer Van Rooijen. Op het moment dat risicopremies weer gaan oplopen in de periferie, zie je inderdaad het omgekeerde effect optreden in de kern van Europa. Dan krijg je de safe haven flow richting Duitsland en Nederland. Die verlagen op dat moment de rente. Dit soort stromen zijn wel vaak tijdelijk. Op het moment dat de rust wederkeert in de periferie of er meer duidelijkheid komt over de beleidsvoornemens in Italië, met name de randvoorwaarden die daarbij gelden, keren die stromen meestal ook weer om. Dat safehaveneffect is dan weer vrij vlot verdwenen. Precies vanwege dit soort kortetermijnvolatiliteit in ons pensioenregime middelen we de beleidsdekkingsgraad over twaalf maanden. Zo weren we zo veel mogelijk de effecten van dit soort tijdelijke schokken uit het systeem. U stelt een hoop vragen over het uitgelekte pensioenakkoord. Dat begrijp ik.

De heer **Van Rooijen** (50PLUS):

Drie vragen gingen over het bestaande stelsel.

De heer **Knot**:

Goed. U vroeg: als de nominale verplichting vervalt in het nieuwe pensioenstelsel, moet dan ook de risicovrije voet vervallen? Om daarop te antwoorden zou ik in eerste instantie gewoon het nieuwe stelsel moeten bekijken. Maar waar u mij aan herinnert, is wel waar: de keuze van de rekenrente is gewoon een afgeleide van de manier waarop verplichtingen worden aangegaan. Als u mij vraagt om die wetmatigheid te bevestigen, dan kan ik dat doen.

De UFR is een vertraagde manier om de lagere rente binnen de financiële huishouding van pensioenfondsen te brengen. Dat daar een adaptief mechanisme in zit om weliswaar te vertragen maar niet te voorkomen dat die rentedaling doorwerkt in het pensioenstelsel, lijkt mij buitengewoon

verstandig, omdat het erg moeilijk is om van tevoren aan te geven welk deel van een rentedaling tijdelijk is en welk deel structureel.

Als u mij een persoonlijke observatie toestaat: ik ben ongeveer vanaf eind jaren negentig actief in de pensioenwereld. Ongeveer vanaf dat moment heb ik te horen gekregen dat de rente eigenlijk alleen nog maar omhoog kan. Als we kijken hoe de rente zich ontwikkeld heeft sinds 1998, 1999 tot vandaag, dan is hij bijna alleen maar naar beneden gegaan. Ons vermogen om van tevoren aan te geven welk deel van een rentemutatie tijdelijk is en welk deel structureel, moet denk ik niet worden overschat. Vandaar dat ik zelf vol sta voor ons UFR-mechanisme. Dat is weliswaar een concessie, waarmee we afwijken van de marktwaarde maar wel op een verstandige manier. Daardoor wordt er wat meer tijd gekocht, maar de realiteit van de lagere rente moet daarmee nog steeds op termijn het hoofd worden geboden.

Ik ben het ook niet eens met de karakterisering dat de EIOPA hier de vloer mee heeft aangeveegd. Europa is wel tot een ander oordeel gekomen, maar wel ook tot het oordeel dat de UFR verlaagd moet worden, zij het op een andere manier dan wij voorstaan en met minder indringende effecten. Dat moet ik wel toegeven.

U vroeg ook of ik het nieuwe akkoord onhoudbaar vond, maar als dat geen vraag is over het nieuwe akkoord, dan hoef ik daar ook geen antwoord op te geven.

De voorzitter:

De heer Van Rooijen, even ter aanvulling.

De heer Knot:

Zal ik de vragen over de ESBies meteen erbij doen?

De voorzitter:

Laten we eerst de ESBies doen en dan kom ik terug bij de leden die nog een vraag hebben.

De heer Van Rooijen (50PLUS):

Mag ik even reageren op de UFR? Ik moet namelijk weg, voorzitter. Waarom is het voor de verzekeraars nog steeds vast 4,2 – het gaat op termijn wel naar 3,6 – maar is het voor de pensioenfondsen minder dan 3? Dat is de helft lager. Er is maar één langetermijnrente. Ik heb in de Eerste Kamer daarover gefulmineerd tegen de bewindslieden. Ze weigeren te erkennen dat er maar één lange rente is en dat die ook voor de pensioenfondsen 4,2 moet zijn.

De heer Knot:

U kunt ervan uitgaan dat onze inbreng in het Europese overleg volstrekt consistent is met wat wij hier binnenlands doen, maar zoals wij weten, gaan dingen in het Europese overleg niet altijd precies zoals wij dat in Nederland graag zouden zien. Wij hebben het ook over staatsschulden, begrotingsnormen en andere zaken. Dat gaat ook op voor regelgeving. Daar worden compromissen over gesloten. De uitkomst daarvan moeten we uiteindelijk accepteren, maar de uitkomst voor de UFR voor verzekeraars is geen uitkomst die onze voorkeur zou hebben.

De voorzitter:

Dank. Dank ook aan de heer Van Rooijen. Ik wens hem een goede treinreis. We gaan door met de ESBies.

De heer Knot:

Mevrouw Hennis stelt een aantal zeer terechte vragen over de ESBies zoals: als het zo'n geweldig product is, waarom is het er dan nog niet? Individuele beleggers kunnen toch ook zo'n mandje maken, kunnen ook

trancheren en kunnen daar ook een junior- en seniortranche van maken? Veel van dit soort vraagstukken hebben te maken met het feit dat we nog steeds een nulweging hebben van de risico's op staatsobligaties. Dat maakt dat veel landen in Zuid-Europa op dit moment staatsschuld op de balans hebben zonder dat ze daar enig kapitaal tegenover moeten houden, terwijl de markt een heel ander beeld heeft van het kredietrisico van die uitzettingen. Wij denken dan ook dat de ESBies in de huidige vorm niet datgene gaan doen wat ze beogen te doen, namelijk de wisselwerking tussen banken en overheden doorbreken, omdat het voorstel inzake de ESBies opnieuw is om zowel de junior- als de seniortranche een nulweging te geven. Dan bestaan er natuurlijk weinig prikkels voor banken om zelfs de juniortranche van de balans te houden. En dat is absoluut noodzakelijk om die negatieve wisselwerking te voorkomen. ESBies zouden misschien kunnen gaan werken in die zin dat beleggers ook echt onderscheid gaan maken tussen de seniortranche en de juniortranche, maar dan moeten de risico's ook echt geprijsd gaan worden in het kapitaalregime. Maar als je dat eerst zou doen, is de vraag of je de ESBies überhaupt nog nodig hebt, want als je dat doet, zou het ook voor beleggers aantrekkelijk worden om deze producten te maken. Er zit dus iets aan de ESBies dat ze een officieel stempel geeft, waardoor de Europese autoriteiten achter de uitgifte van die ESBies gaan staan en de markt dankzij de reputatierisico's denkt dat er toch een vorm van risicodeling via overheden gaat, omdat overheden uiteindelijk toch achter de ESBies gaan staan als er enige druk op die markt komt. Er zit dus toch een impliciete veronderstelling achter van risicodeling. Het is een geheel politieke vraag of u dat wenselijk vindt of niet.

Mevrouw Van Geest:

Wij kijken daar op een andere manier tegen aan.

De voorzitter:

Eén ding nog, mevrouw Van Geest. Misschien kunt u even uitleggen wat een ESBie is, want mensen die dit openbare gesprek volgen, weten dat misschien niet.

Mevrouw Van Geest:

De ESBie is een European Safe Bond. De gedachte is om een obligatie te maken die dan veilig zou zijn. Normaal kun je zeggen: de Staat geeft een obligatie uit en de Staat is zo kredietwaardig dat je erop kunt vertrouwen dat je je geld terugkrijgt. De ESBie is eigenlijk een mandje, waarbij je van alle staatsobligaties een stukje neemt en waarvan je dan zegt: 70% is veilig en 30% is minder veilig, of «junior» in het jargon. Het idee is dat je langs die weg een veilige bond kunt maken – de ESBie zelf, dus niet de juniorbond – en die een bredere basis heeft.

Waarom vinden wij dit zelf een interessante gedachte? Als je de discussie aangaat over het veranderen van de risicogewichten in Europa, de risicoweging van overheidspapier op de bankbalans, dan zullen mensen vragen hoeveel veilig papier er dan eigenlijk is. Is er dan misschien te weinig veilig papier? Want dan is er eigenlijk alleen Duits en noordelijk papier. Er zullen ook mensen zijn die zullen zeggen dat het een soort concurrentievoordeel geeft aan de landen die dat veilige papier hebben. Zou je dan niet als alternatief een soort ESBie kunnen maken? Wij bepleiten niet dat de ESBie moet worden uitgegeven door de overheid. Wij zeggen alleen dat er nu obstakels zijn waardoor de creatie van een ESBie eigenlijk onmogelijk is omdat het ene papier anders wordt behandeld dan het andere papier, en enkel en alleen omdat het anders wordt verpakt. En dat vinden wij op zichzelf niet een evidente route. Tegen die achtergrond vinden wij het logisch om daarover na te denken omdat 1. de ESBies, de safe assets, in het beeld van sommige mensen relatief schaars zijn en 2. banken dan obligaties op hun balans kunnen

nemen zonder dat er een een-op-een verwevenheid is met hun eigen overheid. Dat is ook gunstig, want je krijgt dan een bredere band. En we constateren dat dit op dit moment niet gaat lukken omdat de regelgeving voor de compositie anders is dan voor individuele obligaties. Wij zouden ons kunnen voorstellen dat zo'n type instrument de besluitvorming over een gang naar een eerlijker risicoweging zou kunnen vereenvoudigen omdat dit in sommige landen misschien wel aantrekkelijk gevonden kan worden of als eerlijker zal worden gepercipieerd. Daarom vinden wij het een interessant onderwerp om naar te kijken. Volgens mij is dat ook de strekking van onze box. We willen niet al gelijk zeggen «we houden op met nadenken». Dat kan natuurlijk ook, maar dat doe je vooral als je het echt zinloos vindt. Wij vinden het een interessante optie, zoals sommige mensen ook over het pensioen weleens hebben gezegd dat het een interessante optie is.

De heer **Knot**:

Ik wil graag nog twee observaties maken. De vraag naar safe assets in het bankwezen is natuurlijk volstrekt legitiem. Sterker nog, die wordt deels door ons als toezichhouders gestimuleerd, want wij leggen aan de banken liquiditeitseisen op. Een bepaald deel van hun activa beleggen zij in titels die ze heel snel liquide kunnen maken. De facto zijn dat staatsobligaties. Mevrouw Van Geest noemt de cijfers over het houderschap van staatsobligaties op bankbalansen. Dat zich dat niet alleen tot de periferie beperkt, komt mede door ons, doordat wij bepaalde liquiditeitseisen aan de banken opleggen. Er is dus behoefte aan veilige beleggingen. Staatsobligaties zijn de meest veilige belegging. Op dit moment is het inderdaad waar dat ongeveer 30% tot 35% van de staatsobligaties die worden uitgegeven door Europese overheden in de eurozone, een triple A hebben. Wat in het construct van de ESBie wel in de gaten gehouden moet worden, is het volgende. Er gaat dus 35% triple A en 65% minder dan triple A in het mandje. Vervolgens komen er 70% veilig, de senior tranche, en 30% junior tranche uit. U zult zich afvragen hoe dat kan. Dat kan, mits je veronderstelt dat het defaultrisico, dus het kredietrisico op Europese overheden, niet perfect gecorreleerd is. Er zijn dan dus relatief lage correlaties: als één Europese overheid in de problemen komt, wat is dan de kans dat een andere overheid ook in de problemen komt? Daar zit denk ik ook een deel van de kwetsbaarheid van dit product, want het blijft altijd een judgement call. Het blijft altijd een oordeel. En, het probleem is dat in crises correlaties juist de neiging hebben om heel snel richting één te gaan, zoals we ook gezien hebben in de eurocrisis. Dat is dus een kwetsbaarheid inherent aan het product.

Niettemin begrijp ik de ratio achter het product: safe assets; komen tot een groter aanbod van safe assets. Dat grotere aanbod kan natuurlijk ook gerealiseerd worden op het moment dat landen succesvolle hervormingsprogramma's doorvoeren waardoor er weer meer triple A-overheden zouden komen. Bijvoorbeeld Frankrijk zit op dit moment maar kort onder de triple A-status. Als Frankrijk zijn triple A zou terugverdienen, dan zou je in één keer 50% tot 60% van de eurozoneobligaties weer in de safe space terug hebben.

De **voorzitter**:

De ESBies. Ik kijk even naar mevrouw Hennis. Ik zie ook nog andere leden die willen ingaan op ESBies.

Mevrouw **Hennis-Plasschaert** (VVD):

Dit zijn volstrekt heldere antwoorden, waarvoor dank. Ik denk dat de politieke weging mijnerzijds niet onbekend zal zijn. Ik zie dat nu dan ook vooral als instrumenteel in een discussie over een eerlijker risicoweging, zoals mevrouw Van Geest zei, en over de vraag hoe nu verder in Europa. Laat ik het dan zo beschouwen. Dank.

De heer **Slootweg** (CDA):

Een eerste waarschuwing was eigenlijk dat Italië, Spanje en in mindere mate Frankrijk toch nog wel erg veel schulden houden. Dat is voor mij toch een beetje een punt. Als je een ESBie introduceert, geeft dat dan niet eigenlijk een nog grotere prikkel om daar minder aan te doen? Is het niet een veiliger stuk papier dat minder prikkelt om die schulden af te lossen? Is daar een relatie of is die er totaal niet?

De heer **Snels** (GroenLinks):

Ik maak een opmerking naar aanleiding van de verduidelijking van de heer Knot en zijn verhaal dat de correlatie naar één gaat als de hele eurozone in een totale crisis ontbrandt. Het is toch wel zo dat die safe assets uiteindelijk een mechanisme zijn om risico's te spreiden en eigenlijk te voorkomen dat kapitaalstromen op gang komen en de eurozone in een crisis terechtkomt? Aan de ene kant zie ik het wel: dan is het bijna hel en verdoemenis, want dan is de hele eurozone «failliet», zo zal ik maar zeggen. Maar om te voorkomen dat we daar komen, kan die wel een rol spelen. Klopt dat?

De **voorzitter**:

Ik kijk naar de heer Knot en mevrouw Van Geest. Trouwens nog dank voor de uitleg over ESBies, voor de kijker thuis, zeg ik maar. De heer Knot als eerste?

De heer **Knot**:

Dit zijn toch wel ingewikkelde vragen. Bijvoorbeeld bij de vraag of schulduitgifte hierdoor makkelijker wordt en of overheden daardoor prikkels zouden krijgen om dan ook maar meer schuld te gaan maken, kom je in de gedragsreacties. Ik heb zelf niet de indruk dat dit de financieringskosten nou zoveel gaat verlagen. Het gaat vooral de liquiditeit op de obligatiemarkten ten goede komen. Dat betekent een iets lagere liquiditeitspremie op de schuld. Overheden zullen daar dus iets van profiteren. Ik denk dat dit eigenlijk in het niet valt bij de normale rentebewegingen. In dat opzicht is natuurlijk veel relevanter wat wij als ECB met de rente gaan doen. Dat tikt veel harder door in termen van kosten van schulduitgifte. Dan de vraag van de heer Snels of het spreiden van risico's de kans op een crisis op zich verlaagt. Het verlaagt de kans op een speculatieve crisis iets. Ik noem bijvoorbeeld de safe haven flows, of dat je uit perifere bonds stapt en naar obligaties van de kernlanden gaat. Daardoor krijgen de kernlanden eigenlijk nog een subsidie op het moment dat de perifere landen in de problemen zijn. Dat kan van die zichzelf versterkende spiralen geven. Op zich hebben we andere instrumenten om dat te voorkomen. Het ESM is bijvoorbeeld opgericht om op dat moment aan dit soort landen concessionele financiering te geven. Ik wil er ook op wijzen dat wij bij de ECB natuurlijk ons OMT-instrument uit 2012 juist voor dit soort gevallen hebben opgezet, om in ieder geval zichzelf versterkende speculatieve aanvallen te voorkomen of om die op een bepaald moment een halt toe te kunnen roepen. Ik verwacht zelf dus niet per se dat dit nou een grote impact heeft op de kans op een crisis. Daar zijn andere instrumenten belangrijker voor dan dit instrument.

Mevrouw **Van Geest**:

Ik reageer op de vraag van de heer Slootweg. Uiteindelijk is het realistisch maken van de risicoweging voor staatsschuld winst. In welke mate zich dat uiteindelijk echt vertaalt in hogere rentes, gaan we natuurlijk meemaken, maar nu is het voor banken wel heel aantrekkelijk om met nul risicoweging een leuk rendement te draaien. Dus ik denk dat het enthousiasme om dat papier aan te houden in sommige kringen toch wel wat zal afnemen. Als die beweging wordt gemaakt en een ESBie daar instrumenteel bij is, dan zou ik zeggen: nou, dan helpt het eigenlijk alleen maar.

Als je het niet doet en alleen maar ESBies toevoegt, dan is dat minder het geval. Ik denk dat het afremmen van speculatieve bewegingen doordat je niet van onveilige assets naar veilige assets beweegt, een van de argumenten is die voor de ESBies wordt genoemd.

Zelf denk ik altijd dat je niet genoeg gereedschap kunt hebben als je een crisis moet bestrijden. Dus ik zou denken: fijn dat er ook andere dingen zijn. Maar dat is nog geen reden om het er niet naast te bouwen. Ik vind dus dat je intrinsiek naar de argumenten moet kijken. Zoals ik al zei, vinden wij het een interessante optie, die verkenning verdient. Uiteindelijk, na een grondige verkenning – is 70–30 nou de juiste maat? – kun je beslissen dat het niet wat wordt, vooral in het perspectief op weg naar een verdere bankenunie.

De voorzitter:

Dan ga ik verder met het volgende tweetal, de heer Van der Linde en daarna de heer Nijboer.

De heer Van der Linde (VVD):

Dank u wel. Ik wil het over de woningmarkt hebben. Ik ken de heer Knot als een onvermoeibaar strijder voor een lagere loan-to-valueratio. Mijn vraag is eigenlijk wat dit macro-economisch betekent. Dan bedoel ik dit. We hebben de afgelopen jaren een groot aantal maatregelen genomen. De loan-to-valueratio zelf hebben we naar 100% gebracht. We hebben op gezinsniveau de loan-to-incomeratio aangescherpt. We hebben verplichte aflossing. We hebben de verstoringende transactiebelasting tot een minimum teruggebracht. Die maatregelen worden op dit moment in een hooggespannen markt getest en eigenlijk houdt het systeem heel mooi. We zien dat de hypotheekverlening niet uit de hand loopt. We zien dat de toegang tot de woningmarkt by and large prima is op dit moment, wat doelgroepen daargelaten. We zien ook dat de gemiddelde loan to value in de markt langzaam afneemt, vooral omdat mensen versneld aflossen. Dus het werkt eigenlijk perfect. Nou ja, u hebt daar waarschijnlijk andere observaties bij. Wat gebeurt er nou als je die loan to value naar beneden zou duwen? Dan duw je een aantal mensen die hooggespannen huurmarkt op. Ze bouwen geen vermogen op. Ze zitten net als in Duitsland tot boven hun veertigste in een huurwoning terwijl ze eigenlijk naar een koopwoning willen. Waar zit nou die macro-economische rationale?

De voorzitter:

Dank. De heer Nijboer.

De heer Nijboer (PvdA):

Dank, voorzitter. Het zal u niet verbazen dat ik een vraag heb over de gezondheid van de financiële sector. Als we op onze lauweren gaan rusten, dan weten we dat het mis dreigt te gaan. Ik heb een vraag aan de president van De Nederlandsche Bank over de leverage ratio. In het parlement wordt geschetst dat de 4% die de afgelopen jaren is doorgevoerd niet in wetgeving is vastgelegd – dat klopt – maar dat het daarmee ook niet zo afdwingbaar was en dat het eigenlijk een softe afspraak was waar niet zoveel naar gehandeld is. Zou hij daar eens op in willen gaan? Wat heeft die 4% nou betekend? En wat betekent het als het 3% wordt, zeker in het licht van de internationaal relatief lage leverage ratio die Nederlandse banken hebben? Dat staat in de rapportage van zowel het CPB als De Nederlandsche Bank. Is dat nou wel een verstandige ontwikkeling?

De tweede vraag, die gaat over de versoepeling van de bankregulering in de Verenigde Staten, stel ik graag aan mevrouw Van Geest. Er staat op pagina 22 op zichzelf veel informatie in een korte alinea, maar er staat eigenlijk dat 25 van de 38 grootste banken uit de strenge wetgeving in

Amerika worden gehaald. Heeft dat nog impact of kan dat impact hebben op de financiële stabiliteit in de wereld, zeker omdat de ellende van de financiële crisis ook in Amerika een grote bron vond, als het daar echt wordt versoepeld? Misschien kan de heer Knot er ook wat over zeggen. Ik vind dat we in Nederland, in combinatie met «het buitenland, daar komen de risico's vandaan, de Nederlandse overheidsfinanciën zijn gezond», nog relatief weinig aandacht hebben gehad voor de impact die deze wetgeving kan hebben op de stabiliteit in de wereld. Ik vraag u daar nog wat nader over toe te lichten.

De voorzitter:

Dank. Een aantal vragen. Ik hoor loan to value en leverage ratio.

Misschien kunnen onze gasten die woorden gelijk even uitleggen in hun beantwoording, als eerste de heer Knot.

De heer Knot:

De maximale loan to value is de waarde van de maximale lening ten opzichte van de woningwaarde bij het afsluiten van de hypotheek. Het klopt dat die in Nederland is verlaagd via 106 naar 100, in een reeks maatregelen die zijn genomen in 2013 die toen ook geholpen hebben om de woningmarkt te stabiliseren. Dat wil ik wel zeggen. Ik vind het nog steeds erg moeilijk om de woorden «Nederlandse woningmarkt» en «perfectie» in dezelfde zin uit te spreken, want ik denk dat er nog steeds heel veel mis is op onze woningmarkt, inclusief het systeem waarmee wij onze woningen hebben gefinancierd.

Laat ik even inzoomen op de LTV sec. Er is hier verschil tussen wat je structureel en op de langere termijn wilt en welke transitieproblematiek je daarvoor zult moeten overwinnen. Structureel is het zo dat als je je woningmarkt financiert met hoge LTV's, je meer volatiliteit binnenhaalt op je woningmarkt. Dat blijkt uit de internationale vergelijkingen van het IMF. Die meer volatiliteit die je op de woningmarkt binnenhaalt, spoelt vervolgens door naar je consumptiefunctie en die spoelt vervolgens ook door naar in ieder geval de langetermijncycli in de conjunctuur. Dan heb ik het niet over de volatiliteit van kwartaal op kwartaal, maar ik heb het echt over de volatiliteit in perioden van zeven, acht jaar. Dat de uitslagen in dat soort cycli groter zijn, hebben we bijvoorbeeld ook in Nederland gezien. In 2012, 2013 en 2014 presteerde de Nederlandse economie minder dan het Europese gemiddelde en nu presteert de Nederlandse economie boven het Europese gemiddelde. Dat valt een-op-een samen met het feit dat wij heftiger uitslagen op onze woningmarkt hebben gezien. Dus structureel geeft een stabielere woningmarkt ook een stabielere consumptie en een stabielere macro-economische ontwikkeling.

De vraag is natuurlijk: hoe kom je daar? U tipt een aantal punten aan, een aantal knelpunten die als u ons advies uit 2015 goed heeft gelezen, ook in dat advies zijn aangestipt. Ook wij hebben toen gezegd: we moeten naar een lagere LTV, maar daarvoor is het wel van belang dat er aan een aantal randvoorwaarden wordt voldaan. Waarom? Als je naar een lagere LTV gaat, betekent dat dat starters pas op een later moment in hun leven toegang zullen krijgen tot hun eerste woning. Dan moet je ook de vraag beantwoorden: waar moeten die starters in de tussentijd heen? Die moeten dan bijvoorbeeld naar een huurwoning in de middensector. Zoals u terecht constateert, zijn die huurwoningen er maar mondjesmaat. Dat komt overigens door de verstoringen van de verschillende subsidies in de woningmarkt. We hebben grosso modo een woningmarkt in drie sectoren, waarvan er twee heftig worden gesubsidieerd: de corporatiesector met allerlei vormen van huursubsidie en de vrije koopsector met de hypotheekrenteafrek. De mensen in het middensegment moeten het doen zonder enige subsidievorm van de overheid. Al die subsidies worden natuurlijk ook verdisconteerd in wat voor grondprijzen ontwikkelaars gaan bieden et cetera, dus dat druppelt het hele systeem door. Dat

leidt ertoe dat er wel prikkels zijn om zeg maar even sector één en sector drie verder te ontwikkelen, maar dat de prikkels om de middensector te ontwikkelen laag zijn. Dat zijn ze al decennialang geweest en daar hebben we nu de consequenties van, namelijk een zeer zwak ontwikkelde middenhuursector. Eerlijk gezegd, als ik nu terugkijk op 2015, dan had ik gehoopt dat we vandaag de dag meer voortgang zouden hebben gemaakt op dat dossier. Ik vind de voortgang op dat dossier teleurstellend. Het tweede punt, dat ik ook meerdere keren heb gemaakt, is dat we de woningmarkt natuurlijk niet in isolatie moeten zien. We lenen in Nederland veel, maar we sparen ook heel veel. Doordat er allerlei ingewikkelde en soms ook heel moeilijk uit te leggen herverdelingsmechanismen in ons pensioenstelsel zitten, kunnen we mensen niet in staat stellen om een geïntegreerde financiële planning van hun totale financiële huishouding te maken. Dat leidt ook tot allerlei inertie. Dus ik denk dat, parallel met bewegingen naar minder hypothecaire financiering van de woningmarkt, je mensen ook mogelijkheden moet bieden om minder voor hun pensioen te sparen dan wel hun pensioenbesparingen in overeenstemming te brengen met de noodzaak om eigen geld en vermogen op te bouwen in de eigen woning. Ik blijf vinden dat de loan to value omlaag moet, maar we moeten nu eerst zorgen dat we concrete voortgang gaan maken op die twee randvoorwaarden. Dan kunt u ervan op aan dat ik erop zal blijven hameren om de LTV toch iets meer in overeenstemming te brengen met wat internationaal gangbaar is om de stabiliteit van de Nederlandse economie daarmee een dienst te bewijzen.

De voorzitter:

Ik weet niet wat u heeft gedaan, maar de heer Van der Linde staat op zijn knopje te drukken.

De heer Van der Linde (VVD):

Ik probeer hier een politieke vertaling van te maken, want dat is ons beroep nou eenmaal. U zegt eigenlijk: zolang die dingen nog niet zijn gedaan, zullen we een lagere LTV er niet doorheen drukken.

De heer Knot:

U moet het antwoord geven op die vraag, want u bepaalt de LTV. In mijn ideaalbeeld zou u nu vooral heel hard op die randvoorwaarden moeten drukken. Dan ben ik best bereid om u wat adempauze te geven bij de LTV.

De voorzitter:

Dan de vraag van de heer Nijboer.

De heer Knot:

Ja, de vraag van de heer Nijboer over de 4%. Het was een softe afspraak, maar er is wel naar gehandeld, want de leverage ratio's van de Nederlandse banken zijn inmiddels toegenomen naar 4%. Alleen, is er nou naar die leverage ratio gehandeld of niet? Ik denk dat er gewoon gehandeld is naar de toename in de risicogewogen kapitaalrisico. Dus de leverage ratio is omhoog gegaan in de slipstream van de toename in de risicogewogen kapitaalrisico.

Daarom is het eigenlijk om het even of die 3% of 4% is. Want zodra Basel 3.5 volledig zijn doorwerking heeft gehad op de balansen van de Nederlandse banken, praten we überhaupt over hogere leverage ratio's. Dan praten we over 5%. Wij denken op dit moment gemiddeld iets van 5,5%. Maar goed, dat kan veranderen. Bankbalansen zijn natuurlijk ook dynamisch, dus pint u mij niet op dat percentage vast. Maar hoe dan ook zullen het hogere percentages zijn dan de huidige leverage ratio's, die op dit moment al boven de 4% liggen. Eerlijk gezegd vind ik dat de leverage ratio erg veel aandacht in dit soort discussies krijgt. In de slipstream van de toename van de risicogewogen eisen, met name de risicogewichten op

hypotheken, die natuurlijk allesbepalend zijn voor de kapitalisatie van het Nederlandse bankwezen, zal de leverage ratio gewoon verder doorstijgen, ongeacht of we praten over 3% of 4% of een harde of een softe afspraak daarover maken.

Dan een aantal dingen over de versoepeling voor de Amerikaanse banken. Ik ben het helemaal met de heer Nijboer eens dat de beweging natuurlijk zorgwekkend is. Ik moet wel zeggen dat er ook een aantal versoepelingen bij zit van regels die we in Europa überhaupt niet hebben ingevoerd of niet hebben, bijvoorbeeld de Volcker Rule. Die wordt versoepeld in de VS, maar in Europa hebben we überhaupt geen Volcker Rule. Dan is het een beetje moeilijk van onze kant om daar kritiek op te kunnen hebben. Wat mij het meeste zorgen baart, is dat de grens die de Amerikanen hanteren voor de definitie van een systeemrelevante instelling van 50 miljard naar 250 miljard is opgehoogd. Dat betekent dat het strenge stresstestregime dat de Fed hanteert niet meer automatisch ook wordt toegepast op de banken die in de tussencategorie tussen 50 miljard en 250 miljard zitten. Mijn collega van de Fed heeft mij verzekerd dat zij wel de discrete bevoegdheid hebben om al die banken te onderwerpen aan de stresstest en dat zij ook van plan zijn om die bevoegdheid uit te oefenen. Dus op korte termijn zal ook hier de soep niet zo heet worden gegeten als die wordt opgediend, maar de beweging is zonder meer de verkeerde kant op. Het wordt overigens vooral ook ingegeven door de zorg over overregulering van kleine banken. De meeste van de dereguleringsinitiatieven in de VS richten zich op de local community banks. Op zich is dat vanuit het perspectief van het internationale gelijke speelveld minder relevant voor ons. U heeft dat vorige week ook van mijn collega Sijbrand gehoord. Ook bij ons spelen er natuurlijk vraagstukken over proportionaliteit. Kunnen we voor de kleine instellingen toch sommige regels niet op een andere manier vormgeven enzovoorts?

De voorzitter:

Mevrouw Van Geest over pagina 22, hetzelfde onderwerp.

Mevrouw Van Geest:

Ik hoef niet zo heel veel toe te voegen aan wat de heer Knot heeft gezegd. Wij hebben het vooral willen signaleren, omdat wij hadden gezien dat het gebeurde en we dat niet echt een geruststellende beweging vonden. Het wijst vooral op het feit dat heel veel banken nu eruit vallen die in Europa wel onder dat strenge regime zouden zitten. Wij hebben natuurlijk niet de inside-informatie van de president van de Fed, dus die geruststellende klanken hadden wij verder niet. Dus wij vonden het wel nuttig om dat te signaleren. Het blijft ook wel iets om alert op te blijven.

In termen van de leverage ratio. Dat is volgens mij een gesprek dat aan de ene kant tussen toezichthouders en bankiers en aan de andere kant tussen academici wordt gevoerd. Op de een of andere manier komen die nooit over de brug. Ik zal eerlijk bekennen dat wij meer tot de academische kant behoren. Dat is misschien ook logisch voor een kennisinstelling. Wij vinden: de afspraken zijn gemaakt, internationale afspraken op een gelijke basis hebben ook een waarde. Hadden die afspraken hoger uitgekomen, dan hadden wij dat niet erg gevonden.

De heer Knot:

Ik ook niet; 4% is prima.

Mevrouw Van Geest:

Of zelfs iets meer. Maar goed, dat is op zichzelf de uitkomst. Daar moet je het dan op een gegeven moment bij laten.

In termen van de woningmarkt. Als wij kijken naar de woningmarkt en als je wat wilt doen aan de prijsfluctuaties, dan denken wij vooral aan de LTI omdat de LTV natuurlijk meebeweegt: alles wordt duurder, dus dan kan je

ook meer lenen. Wij zijn zelf meer gecharmeerd van de LTI als instrument als je dat wilt inzetten. Zoals ik al zei: de woningmarkt in Zeeland is niet de woningmarkt in de Randstad, maar onze normen zijn wel overal hetzelfde. Dus het heeft ook wel iets curieus als je daar iets mee zou willen doen. Dat bepleit u niet, maar ik geef even aan: als je erover zou willen nadenken. De LTV is naar 100 gegaan. Ik vind dat een mooi getal. Er zijn mensen die dat lager willen. Wij hebben een paar jaar geleden allerlei analyses uitgebracht van wat de consequenties zijn als je dat doet. Dat hoeft voor ons niet. Ik vind dat het ook niet omhoog hoeft. Daar hoor je natuurlijk ook weleens verhalen over. Ik zou het een tijdje bij 100 houden. Dat is ook logisch, want het linkt tussen het onderpand en wat je kunt lenen. Dus soms is stilstand wel vooruitgang.

De voorzitter:

Wat was ook alweer LTI?

De heer Knot:

Loan to income. Mag ik even het punt van mevrouw Van Geest onderstrepen? De loan to value zegt meer iets over de structuur van je woningmarktfinanciering. De loan to income is duidelijk iets waarmee je eventueel cycliciteit zou kunnen afremmen. Wat mij bij de loan to income wel enigszins zorgen baart, is dat in de marge van de definitie van wat income is in de noemer van de LTI langzamerhand wel de maximale rek is opgezocht. Dat is denk ik niet verstandig in het kader van de huidige opgang. De LTI wordt jaarlijks vastgesteld. Wij zullen daar binnenkort een advies over uitbrengen. Daarbij zal dit een van de punten zijn waar wij op zullen wijzen, ook gelet op de huidige conjuncturele situatie op de woningmarkt.

De voorzitter:

Ik kijk eerst naar de heer Nijboer, want ik zag hem bij «leverage ratio» opspringen.

De heer Nijboer (PvdA):

Ja, de harde buffervereisten voor banken, 3% van het kapitaal. De heer Knot gaf aan dat die meegaan met de andere risico-eisen. Dat is waar, maar als je naar de schemaatjes en de figuren kijkt, dan zie je dat die enorm zijn toegenomen in de afgelopen jaren, wat ook logisch is met de eisen van Basel, maar dat de leverage ratio er eigenlijk een beetje achteraan kachelt. Dat is, zeker als het nog naar 3% mag... Het gaat bij een procentpunt om ongeveer 20 miljard aan hard kapitaal vooraf. Daar zit wel een politieke afweging achter. Wil je een complex model met allemaal risicomodellen waar de experts toezicht op houden? Of heb je ook een simpele ratio nodig met gewoon hard kapitaal, iets wat elke figuur kan snappen? Is dat niet ook van belang en is 3% dan toch niet heel weinig als ondergrens?

De voorzitter:

De heer Van der Linde nog kort over de woningmarkt.

De heer Van der Linde (VVD):

Toch nog even over de LTV- en de LTI-norm. Wat ik zie gebeuren in de markt, is dat op het moment dat er een beetje krapte ontstaat en het allemaal moeilijk wordt, gemeentes plotseling op de stoel van een bank gaan zitten en startersleningen gaan verstrekken. Tegelijkertijd zie ik ook een tendens om verduurzaming en vergroening steeds meer in een hypotheekpakketje te brengen met allerlei perverse effecten. Heeft dat macro-impact? Of zegt u: dat is gerommel in de marge?

De heer **Knot**:

Allereerst de heer Nijboer. Het tegen elkaar afzetten van simpel versus complex is niet helemaal een juiste voorstelling van zaken. Het is inmiddels zo dat ook in de risicogewogen eisen er allerlei restricties aan die modellen worden gesteld. Een van de redenen waarom bijvoorbeeld de risicogewichten voor hypotheke voor de Nederlandse banken significant omhooggaan, is niet dat ineens de risico-inschattingen van de banken anders zijn, maar dat er een output floor in wordt gelegd. Er wordt gewoon een vloer in het minimale risicogewicht gelegd. De filosofie daarachter is dat microprudentiële risico's niet alleen maar de relevante onzekerheden zijn waartegen een bank zich kan beschermen. Fundamentele onzekerheid is een breder begrip dan alleen maar het kwantitatieve risicodeel, dat nu eenmaal netjes te berekenen enzovoorts is. Dus de risicogewogen eis is niet alleen maar meer complex, maar is ook duidelijk begrensd door een aantal simpele ondergrenzen. Ik had ook wel een hogere ondergrens gewild, want ik vind ook dat 3% erg ver onder de feitelijke leverage ratio's gaat uitkomen. Maar waar gaat het uiteindelijk om? Het gaat toch om de feitelijke leverage ratio's, niet om of dat nou komt door onze grens of door een andere grens? Uiteindelijk moet het gaan om de uitkomst van dit proces. Als de uitkomst een flink hogere leverage ratio is, dan zou ik zeggen: prima, welkom.

Dan de heer Van der Linde: gerommel in de marge. Ik zou daaraan willen toevoegen: onwenselijk gerommel in de marge, omdat ik in ieder geval elke verruiming van de LTV zal verwerpen, welk fraai excuus ook voor die verruiming wordt bedacht. Er zijn natuurlijk een hoop fraaie excuses voor dit soort dingen te verzinnen, maar dan is het onze taak om daar gewoon nee tegen te zeggen.

De **voorzitter**:

Voordat we naar het volgende tweetal gaan, geef ik het woord aan de heer Alkaya.

De heer **Alkaya** (SP):

Met excuus aan u en onze gasten: over een kwartiertje moet ik in een ander vergaderzaaltje praten over de heffing van Trump op staal en aluminium. Met uw goedvinden en met goedvinden van onze collega-Kamerleden heb ik één vraag.

De **voorzitter**:

Gaat uw gang.

De heer **Alkaya** (SP):

Dank, voorzitter. Mijn vraag gaat over Italië. We hebben het in de intro's al kunnen horen: het risico bestaat van een combinatie van een hoge staatsschuld en oplopende rente. De Europese Centrale Bank koopt natuurlijk ook staatsobligaties in Italië, net zoals hij ook in andere landen doet. Recent hebben we kunnen lezen dat de Europese Centrale Bank na de verkiezingen minder staatsobligaties heeft opgekocht, waardoor de rente onder andere daar omhoog is gegaan. We hebben hier zojuist ook kunnen horen dat kapitaal daardoor juist naar veilige havens zoekt en dat de rente daarom hier omlaag is gegaan. Daarbij is ook de schijn gewekt van politieke motivering van de Europese Centrale Bank. Het is in ieder geval een besluit met politieke consequenties; zo zou ik het willen noemen. Mijn vraag aan de heer Knot als lid van de raad van bestuur van de Europese Centrale Bank is dus waar het heen gaat met de staatsobligaties van Italië, wat wij op dat punt kunnen verwachten en of daar ook over is gesproken. Kan hij iets meer licht laten schijnen op de discussies in de raad van bestuur naar aanleiding van de verkiezingen in Italië?

De heer **Knot**:

In ons opkoopprogramma proberen wij onze impact op de markt niet verstorend te laten zijn. Wij proberen te kopen volgens een kapitaalsleutel, maar die kapitaalsleutel hanteren we niet elke dag. Die hanteren we dus over bepaalde periodes. We zitten inmiddels in een verder gevorderde fase van het aankoopprogramma. Dat betekent dat de eerste obligaties die we aan het begin van het programma aankochten, nu weer beginnen vrij te vallen. Die moeten we dus weer gaan herbeleggen. Met andere woorden, onze activiteit op de markten wordt steeds meer gedomineerd door de herbeleggingen en steeds minder door nieuwe nettoaankopen. Immers, we hebben het nettoaankoopbedrag al in twee stappen verlaagd van 80 miljard naar 60 miljard naar 30 miljard. De timing van die herbeleggingen is een gegeven; die weten we van tevoren. Dan proberen we de nettoaankopen daar natuurlijk een beetje omheen te plannen, zodat onze aanwezigheid in de markt zo continu en zo stabiel mogelijk is. Af en toe leidt dat ertoe dat we gewoon tijdelijke afwijkingen van de kapitaalsleutel hebben. Er is ook gewoon van tevoren aangekondigd dat we dat zouden hebben. Zo is het voor Italië gebeurd dat we een tijdlang meer «Italië» hebben gekocht en dat we toevalligwijze in de maand mei wat minder «Italië» hebben gekocht. Daar kun je allerlei samenzweringstheorieën enzovoort over hebben. Uw vraag was of er in de council over is gesproken. Natuurlijk niet. Dit soort dingen speelt bij ons geen enkele rol. Als wij in de council over het APP spreken, hebben we het gewoon over inflatie en over eurozonegrootheden. En ja, af en toe moeten we de operationele modaliteiten van het opkoopprogramma bespreken, maar daarin spelen overwegingen over politieke ontwikkelingen in individuele lidstaten echt geen enkele rol.

Dit toont hooguit nog een keer aan dat het opkopen van staatsobligaties echt een niet normaal, dus onconventioneel instrument is dat we hebben moeten inzetten omdat we ons in een buitengewoon ernstige situatie bevonden, maar dat het onder normale omstandigheden zeker geen normaal instrument van het monetaire beleid moet zijn, omdat je nu eenmaal snel in dit soort toch wantrouwende beschietingen terecht komt: is je werkelijke intentie wel de intentie die je zegt te hebben? Want dit soort activiteiten grijpen nu eenmaal direct in op de financiering en de financierbaarheid van overheden. Zoals u weet, is dat ook een van de redenen voor mijn reserves bij dit instrument.

De **voorzitter**:

Geeft dat aanleiding tot verdere vragen over Italië?

De heer **Alkaya** (SP):

Nou, een constatering. De verwachting is dus eigenlijk dat er een schommeling plaatsvindt en dat er de komende maanden dus ook weer een correctie zal plaatsvinden, waardoor de renteschommelingen zowel in Nederland als in Italië ook weer zullen balanceren. Ik begrijp dat dat de verwachting is.

De heer **Knot**:

Ja, wij werken ernaartoe dat alle landen precies op hun quotum terechtkomen, maar dat doen we op voorraadbasis, niet op stroombasis. Op voorraadbasis hebben we de kapitaalsleutel en werken we ernaartoe dat landen precies op hun gewicht conform de kapitaalsleutel zullen uitkomen, zodat het programma in die zin strikt neutraal uitwerkt tussen de verschillende lidstaten. Maar er zijn afwijkingen van de kapitaalsleutel die niet te vermijden zijn, simpelweg omdat sommige landen vrijwel geen staatsschuld hebben, bijvoorbeeld Estland en Luxemburg. Dan zijn we gedwongen om andere activa te kopen, meer private activa. Die zijn ook niet oneindig. Hier en daar zijn er dus wat operationele beperkingen.

Tussen de grote lidstaten zijn die er niet en is de kapitaalsleutel het leidend beginsel, maar wel op voorraadbasis en niet op stroombasis.

De voorzitter:

We gaan naar het volgende tweetal, de heer Slootweg en de heer Snels.

De heer Slootweg (CDA):

Dank u wel, voorzitter. Dank voor de heldere inleidingen. Een aantal dingen begreep ik misschien gewoon niet goed. Daar hoop ik dus wat verheldering over te krijgen. Dat heeft te maken met de risico's die er nu allemaal bestaan. De heer Knot zei – tenminste, zo verstond ik hem een beetje – dat de inflatie nu eigenlijk een mooi niveau heeft bereikt en dat het monetair beleid daar geen invloed meer op heeft. Begrijp ik nu dat de inflatie resistent is geworden voor het monetair beleid? Wellicht ligt het toch net een slag anders. Een beetje in het verlengde daarvan ligt een andere constatering over het monetaire beleid. De schulden van de Zuid-Europese landen zijn eigenlijk echt te hoog. Dan is de vraag voor mij altijd wat we daarmee kunnen. We constateren dit al een aantal jaren en ik heb niet het gevoel dat er, zoals wij hier zitten, echt knopjes zijn om daar iets aan te doen. Maar wellicht ziet de heer Knot wel mogelijkheden. Het tweede punt ligt meer bij mevrouw Van Geest. Zij gaf aan dat de overheidsfinanciën op orde zijn. Daarna kwamen er allemaal risico's. Dan is mijn vraag wat dan verstandig beleid is. Betekent dit dat de overheids-schuld toch nog verder afgebouwd moet worden? Of zijn wij bij wijze van spreken op het punt gekomen dat verdere afbouw niet meer verstandig is? Ook daar verneem ik graag een visie op.

De voorzitter:

De heer Snels.

De heer Snels (GroenLinks):

Dank u wel, voorzitter. Ik heb een vraag over de woningmarkt en een vraag over de bankenbuffers. Over de woningmarkt kennen we de verhalen van het planbureau en De Nederlandsche Bank, die eigenlijk al twintig jaar zo zijn: let nou op de versturende invloeden van het overheidsbeleid, want de woningmarkt werkt nog helemaal niet perfect. Denk bijvoorbeeld aan de hypotheekrenteaftrek, die verder afgebouwd moet worden. In de analyse zie je nu ook bij beide instituten het verschil: de Randstad is echt wat anders dan Limburg of Zeeland. Wat mij nu opvalt – maar dat is alleen maar anekdotisch – is dat je steeds meer ziet dat buitenlandse beleggers onroerend goed, woningen, opkopen op de Nederlandse markt. Ik denk dat dat vooral in de Randstad gebeurt. Dat komt natuurlijk voor een deel door de lage rente en het feit dat geld rendement zoekt, maar voor een deel maak ik me daar zorgen om, omdat dit ook de woningmarkt zelf verstoort. Moeten we dan als overheid ook niet gaan nadenken over nieuwe instrumenten om daar toch grip op te krijgen? Dat is één; dat lijkt mij een nieuw thema voor de wijze waarop we naar de woningmarkt kijken.

De tweede vraag gaat over de buffers. Vorige week was de heer Sijbrand daar in de hoorzitting vrij helder over: er is niet een zwart-wittegenstelling tussen de leverage ratio en risicogewogen kapitaaleisen. Een voordeel van het kijken naar risicogewogen kapitaaleisen is alleen al dat dit iets betekent voor het risicomanagement binnen banken. Dat lijkt mij prima en heel goed. Ik heb daar twee opmerkingen over. De academische discussie is niet alleen maar: het is simpel. De academische discussie ging bijvoorbeeld ook over de bail-inbuffers die we in Europa afspreken. Uiteindelijk vertrouwen we er niet helemaal op dat, als we die bankenunie helemaal hebben afgemaakt, eerst bail-inbuffers worden toegepast. Sterker nog, we hebben in Italië al gezien dat er dan toch weer belastinggeld naar banken gaat. Dat alleen al is een reden om de leverage ratio

te verhogen, zodat je niet in zo'n scenario terecht komt. Daar krijg ik graag commentaar op van de president van De Nederlandsche Bank. Het tweede punt is dat de afspraak van 4% een softe afspraak was, maar dat ik nu van de Minister begrijp dat we van die 3% in Europa niet naar boven mogen afwijken. Wat betekent dat heel praktisch voor de toezicht-houdende rol van de heer Knot? Gaat hij nu banken houden aan 3% of gaat hij zijn invloed, mandaat en instrumenten toch gebruiken om de Nederlandse banken in ieder geval van een leverage ratio van 4% naar een leverage ratio van 5% te krijgen, zeker omdat we weten dat de Nederlandse financiële sector conjunctuurgevoelig is? We hebben zo'n grote financiële sector dat we er een eigen belang bij hebben dat onze bankensector toch een stukje veiliger is dan andere banken.

De voorzitter:

Waar zullen we beginnen? Bij de heer Knot of bij mevrouw Van Geest? Bij de heer Knot.

De heer Knot:

Over de inflatie: wij moeten als centrale bankiers onze woorden altijd zorgvuldig kiezen, meneer Slootweg. Vandaar dat ik ook even terug heb gekeken. Ik heb gezegd: «Het inflatiebeeld leunt steeds minder op de monetaire beleidsimpulsen». Dat is net iets anders dan dat het niet leunt op het monetaire beleid. Wat zijn de monetaire beleidsimpulsen die we geven? Dat we nog elke maand 30 miljard nettoaankopen doen. Als je modelmatig gaat doorrekenen wat nog de effecten zijn van dat al heel sterk verlaagde bedrag op de inflatie, een jaar of twee jaar vooruit, vind je die in geen enkel model meer terug. Dan heb je het echt over 0,1 of 0,2, waarbij de standaardfouten vijf keer zo groot zijn als de schatting. Dat bedoelde ik dus: de aankopen die we nu nog doen, hebben eigenlijk geen impact meer op het inflatiebeeld. Dat wil natuurlijk niet zeggen dat het monetair beleid geen invloed meer heeft; op de nieuwe impulsen, maar op de achtergrond hebben we natuurlijk nog steeds die grote portefeuille op onze balans staan. Daar gaat nog steeds een drukkend effect van uit op de staatsobligatierentes, dus op de langere rentes. Dat betekent dat de financieringskosten in de economie nog steeds door ons worden onderdrukt. De korte rentes zijn nog steeds zeer laag: -0,4 aan het kortste uiteinde van de yieldcurve. We hebben nog steeds langetermijnherfinancieringsoperaties aan de banken uitstaan. Ook die hebben een drukkend effect op de financieringskosten van banken en daarmee op de financieringskosten van hun klanten enzovoort. Het monetaire beleid is dus zeker niet uitgewerkt. Van de nettoaankopen onder het aankoopprogramma zijn de effecten zo langzamerhand wel uitgewerkt. Dat is een reden te meer om nu zo snel mogelijk aan te kondigen dat we daar een punt achter moeten gaan zetten.

Dan de schulden en de knoppen, zeker voor de schulden in andere landen, want daar had u het over. Uiteindelijk hebben wij daar als Nederland geen directe invloed op. Het is de Europese Commissie die de verdragen in Europa en het naleven van de verdragen moet handhaven. We hebben begrotingsnormen. We hebben ook een preventieve arm van het Stabiliteits- en Groeipact, dat voorschrijft dat als landen schuldenniveaus boven 60% hebben, die schulden dan in twintig jaar teruggebracht moeten worden in de richting van 60%. Het zal vooral neerkomen op de Commissie, die deze regel voortdurend in herinnering zal moeten blijven roepen. Als ik even terug mag naar 2003–2004, toen natuurlijk ook een overschrijding van het Stabiliteits- en Groeipact plaatsvond: de Commissie wilde toen handhaven, maar werd vervolgens teruggefloten door de lidstaten. Dat is natuurlijk wel een knop die u heeft: voorkomen dat de Commissie ook nu weer zo gaat worden teruggefloten door de lidstaten op het moment dat de Commissie landen daadwerkelijk gaat houden aan de regels van het Stabiliteits- en Groeipact. Ik pakte zojuist

toevallig de schuldregel eruit, maar er zijn natuurlijk ook allerlei regels ten aanzien van het feitelijke tekort, het structurele tekort enzovoort. Primair moeten we alleen vertrouwen op de Commissie. De Commissie heeft die rol in de huidige set-up.

Mijn volgende opmerking is al vaker gemaakt: laten we overheden beoordelen op hun daden en niet louter op hun woorden dan wel hun gelekte stukken die dan later weer geen stukken blijken te zijn, enzovoort. Ik denk dat elke regering die democratisch gekozen is, het gewoon verdient dat we over iets pas een oordeel hebben wanneer we de daadwerkelijke acties zien. Ten aanzien van Italië mag ik ook nog opmerken dat het Fiscal Compact, zoals dat een aantal jaren geleden is afgesloten, in Italië tot op het niveau van de Grondwet is verankerd. Dat betekent bijvoorbeeld dat de president wetten waarmee grote nieuwe bestedingen worden gedaan, alleen mag tekenen mits die bestedingen ook meteen financiële dekking enzovoort met zich meebrengen. Laten we van tevoren dus niet al te paniekerig doen. We moeten gewoon zien wat voor daden er zullen komen. Ook in andere landen zijn er checks-and-balances, zoals die er ook in Nederland zijn.

Dan uw vraag over buitenlandse beleggers: zijn die een extra reden tot zorg? Die vraag verrast me een klein beetje, want wat is er bijzonder aan dat beleggers buitenlanders zijn? We hebben in Europa een vrij verkeer van kapitaal. In principe zou dit dus alleen een extra reden voor zorg moeten zijn als die beleggers ineens een heel andere gedragsfunctie zouden vertonen, een heel ander risicoprofiel zouden hebben enzovoort. Daar is eigenlijk geen aanwijzing voor. Die beleggers brengen ook gewoon eigen geld mee. Als die beleggers nou zwaarder op krediet zouden leunen... Maar ook daar is geen enkele aanwijzing voor. A priori zou ik daarvoor dus niet de term «verstoring van de woningmarkt» willen gebruiken. Ze zijn gewoon partij op de woningmarkt en ze hebben zich te houden aan dezelfde regels als Nederlandse partijen, maar voor zover ik hiermee bekend ben, doen ze dat ook.

De voorzitter:

Ik geef het woord even aan de heer Snels.

De heer Knot:

Misschien bedoelde de heer Snels iets anders.

De voorzitter:

Daar gaan we achter komen.

De heer Snels (GroenLinks):

Het gaat me er niet om dat het buitenlanders zijn. Het gaat me erom dat er een extra kapitaalimpuls op de Nederlandse woningmarkt is, volgens mij gedreven door het monetaire beleid en de lage rente, die ervoor zorgt dat die luchtbel nog wat groter wordt opgepompt. Voor een deel is het gevolg daarvan – dat is waar wij ons als politici zorgen over maken – dat volgens mij in het middenhuursegment woningen opgekocht worden en dat de huurstijgingen gigantisch omhooggaan. Dus één: er is volgens mij een macro-economisch vraagstuk, want extra kapitaal blaast nog meer lucht in de woningmarkt; maakt u zich daar geen zorgen over? En twee: betekent dit ook niet iets voor delen van de woningmarkt die daardoor veranderd worden? Ik doe dit alleen op basis van krantenberichten, maar dit lijkt mij een nieuw aspect waar u als toezichthouder naar zou moeten kijken.

De heer Knot:

Het omgekeerde kan natuurlijk ook gebeuren, namelijk dat Nederlandse vermogens worden aangewend om huizen in het buitenland te kopen. Je zou dan dus sowieso naar het netto-effect moeten kijken om te zien of buitenlanders meer op de Nederlandse woningmarkt duiken dan

Nederlanders op de buitenlandse woningmarkt duiken. Dat zou dus al de eerste nuance zijn. Als ik daarnaast gewoon even naar Amsterdam mag kijken: Amsterdam is onvergelijkbaar met Londen, met toestanden waarin hele wijken door Arabische sjeiks en Russische oligarchen enzovoort worden opgekocht. Ik heb geen enkel signaal dat dat in Amsterdam op dit moment het geval is. Ik denk eerlijk gezegd dus dat er een hoop meer uitgezocht moet worden. Ik zou de discussie dus ook liever niet alleen aan de hand van krantenberichten willen voeren, maar toch eerst de feiten wat scherper willen hebben om te zien of hier toch een probleem is.

Mevrouw Van Geest:

Er waren tijden waarin we altijd zeiden dat niemand beschikbaar was of belangstelling had om te beleggen in de huurmarkt voor het middensegment. Op zichzelf kunnen we dit dus ook positief duiden. Dat neemt niet weg dat als het monetaire beleid tot ongewenste effecten van dien aard zou leiden, het aanvatten van de bron misschien de logische route is om daar wat aan te doen. Sommige mensen zeggen natuurlijk ook dat buitenlandse, professionele of particuliere beleggers ook wat professioneler en rationeler opereren. In het achtergronddocument dat we over de huizenprijzen hebben gepubliceerd, zeggen we ook dat één van de redenen waarom oververhitting tot zeepbellen leidt, is dat particulieren, praktisch gezegd, vaak denken dat de bomen tot in de hemel groeien en dat wat nu stijgt, blijft stijgen. Dat is vaak de reden voor een zeepbel. Professionele partijen hebben daar minder last van. Dus ja, je kunt er zorgelijk over zijn maar er zijn ook plusjes bij. Als u nou zegt «let daarop en kijk daar in de toekomst naar», kan ik u verzekeren dat dit onderwerp al eens langs is gekomen in onze besprekingen. Het heeft dus de belangstelling.

De heer Knot:

De bail-inbuffers in de context van de leverage ratio en de academische discussie vind ik een terecht aspect. Het bankenpakket zoals dat vorige week of anderhalve week geleden is aangenomen door de Ecofin, voorziet voor de grote banken dat 8% van hun balans moet worden afgedekt door bail-inbaar papier; dat is in ieder geval papier dat achtergesteld moet zijn. Daarvan gaat dan ongeveer 5% bestaan uit gewoon kapitaal, want dat is de leverage ratio in de slipstream van de risicogewogen eisen. Daar komt nog een laag achtergesteld vermogen overheen. Die 8% is eigenlijk veel relevanter voor de vraag wat er totaal aan weerstandsvermogen aanwezig is op het moment dat een bank in de problemen komt dan dat onderdeel van die 8% – 3% of 4% of 5% – leverage ratio.

Het feit dat bij die 8% de eis hoort dat het achtergesteld moet zijn, geeft wel enige comfort dat het ook werkelijk bail-inbaar is. Als we daar met een vage formulering waren gekomen waarin achterstelling niet geëist was, zou ik ook twijfels hebben gehad of dit spul werkelijk bail-inbaar zou zijn op het moment dat de bank in de problemen komt. Er blijft altijd een zorg dat het afwikkelen van een individuele bank iets totaal anders is dan het moeten afwikkelen van een bank terwijl het héle bankwezen onder dezelfde schok leidt en dus psychologische besmettingsrisico's zo veel mogelijk voorkomen moeten worden. We zullen het pas 100% zeker weten op het moment dat we de volgende crisis hebben ervaren, maar ik ben ervan overtuigd dat onze gereedschapskist een stuk voller is voor de volgende crisis dat dat deze voor de afgelopen crisis was.

Dan de vraag over maximumharmonisatie. Mogen wij nu niet meer eisen dan 3%? Dat klopt: we mogen nu niet meer eisen, dat is nou eenmaal het begrip «maximumharmonisatie». Maar we hebben in het verleden ook niet meer gedaan dan de verwachting uitspreken dat de leverage ratio naar 4% zou gaan. U hebt mij in deze rondetafel al een paar keer opnieuw een verwachting horen uitspreken en dat zullen we naar de toekomst toe

natuurlijk ook gewoon blijven doen. Als die verwachting maar ergens op gebaseerd is.

De voorzitter:

Heel kort.

De heer Snels (GroenLinks):

Dit betekent dat als u met de heer Hamers van ING spreekt, die gesprekken gaan in de trant van: «Beste meneer Hamers, ik verwacht dat de leverage ratio en de verhouding van leverage ratio en risicogewogen kapitaal naar 4%–5% gaat. Bent u dat met mij eens?» Moet ik dat zo ongeveer voor me zien?

De heer Knot:

Ik kan hier geen mededelingen doen over de individuele toezichtrelatie tussen De Nederlandsche Bank en een individuele instelling onder toezicht. Maar ik kan u verzekeren dat dit begrip van de cijfers en wat die cijfers impliceren voor toekomstige kapitaalposities van de banken aan beide kanten van de tafel volstrekt gedeeld wordt.

De voorzitter:

Dank u, meneer Knot. U zei eerder dat je de discussie niet alleen op basis van krantenberichten moet voeren. Maar het zou hier wel heel stil worden als we dat niet zouden doen. Maar dat terzijde. Mevrouw Van Geest.

Mevrouw Van Geest:

Ik zei in mijn intro dat de overheidsfinanciën voor Nederland op orde zijn. Dat was omdat ik niet alle fijnmazige kanttekeningen die ik daarbij kan maken in dit gezelschap wil debiteren, maar die kanttekeningen zijn natuurlijk wel te maken. De Nederlandse overheidsfinanciën hebben op dit moment nog een klein houdbaarheidstekort. Daarvan zouden we normaal zeggen: doe het niet, want dat is dan een absolute norm. We hebben natuurlijk eerder ook aangegeven dat het huidige overheidsbeleid expansief is, iets wat je in tijden van hoogconjunctuur ook niet echt in de economieboekjes aantreft. Dus dat zijn de waarschuwingen die wij altijd geven. Maar als je kijkt of we als land in staat zijn om nu de klap op te vangen, denken we wel dat we beter en vroeg gepositioneerd zijn, zeker als je het vergelijkt met de burens. Dit is geen pleidooi van mijn kant om nu gelijk de kasten open te zetten en vooral geld op te komen halen, dat is niet de strekking ervan. «Op orde» betekent dat je het ook op orde moet houden, denk ik. Dit wilde ik, wellicht ten overvloede, toch even verhelderen.

Als je kijkt naar andere landen is daar de schuld hoog. Welke knoppen hebben we om daar wat aan te doen? De heer Knot heeft al uitgelegd dat je het Stabiliteits- en Groeipact hebt. Je kunt natuurlijk ook wel een hoger tempo maken, of in ieder geval proberen de risicoweging volgens de echte risico's te doen. Dat leidt ook tot iets meer van een beeld dat het misschien niet helemaal goed gaat. Zelf constateer ik dat de marktbewegingen ook weleens effectief zijn. Dat is niet een knop waar je zelf aanzit, maar waar, als je onhandig gedrag vertoont, de markt zich soms wel laat horen. Daar zijn partijen ook wel gevoelig voor. Dus dat zijn de drie elementen die zouden kunnen.

Voor het Stabiliteits- en Groeipact zeg ik wel dat er een pact is en dat de meeste mensen het eens zullen zijn dat dat pact dusdanig ingewikkeld en complex is dat het zelfs een welwillend iemand niet makkelijk valt om zich eraan te houden. Dus er zou wel wat winst te boeken zijn met het herzien van het Stabiliteits- en Groeipact, met regels die helder zijn, waarvan helder is wanneer je er wel en niet aan houdt en waar je dan ook aan wordt gehouden.

Als je het hebt over landen waarvan je constateert dat de schuld er flink is opgelopen heeft iedereen het nu over Italië, maar het geldt ook voor Frankrijk. Bij Frankrijk en Italië is het in ieder geval nog wel echt aan het bewegen. In mindere mate geldt dit ook voor Spanje, maar daar zie je in ieder geval iets van beweging naar beneden. Als de schuld hoog is, kun je niet verwachten dat die in één keer daalt, tenzij je hyperinflatie genereert, maar je kunt natuurlijk wel de daling inzetten en je daar ook aan committeren. Daar zal misschien nog wel een gesprek over te voeren zijn, bij de... Nee, laat ik het hier maar bij laten.

De voorzitter:

Dan ga ik naar het laatste tweetal. Dat bestaat uit de heer Sneller.

De heer Sneller (D66):

Ik zal mijn best doen! Dank voor de overzichten. Ze zijn duidelijk gelezen door alle collega's. Die lezen dus niet alleen de kranten.

Mijn eerste vraag gaat over de regulering van de financiële sector. Vorige week tijdens de hoorzitting zei uw collega van de Autoriteit Financiële Markten: weersta nou de verleiding tot deregulering. Tegelijkertijd lees ik in uw beider rapporten toch een waarschuwing voor overregulering, waarbij de uniformering, de eenvormigheid van banken, ook een systeemrisico met zich meebrengt. Dus in welke mate is het nou een kwestie van ongewenste neveneffecten van de crisis? Ik lees ook dat het gebrek aan regulering óók een risico is. Zijn we de lessen van de crisis soms alweer vergeten en beginnen we alweer te verslappen vanuit de politiek? Ik zou hier graag wat meer bespiegelingen over horen.

In het CPB-rapport staat een mooi overzicht over onze blootstelling aan Italië. U zei dat dat de first hit is. Hebben we nou geen zicht op wat de tweede-orde-effecten zouden zijn en is het een gebrek aan transparantie? Of is dit – u sprak over het beeld van de orde van grootte – eigenlijk iets waarvan u zegt dat we ons er geen zorgen om hoeven te maken, behalve voor zover het via andere landen en besmetting tot ons komt?

Dan als laatste. In het overzicht van De Nederlandsche Bank staat als belangrijkste sluimerende effect met een internationale component de klimaatrisico's. Omdat dat toch iets is wat onderbelicht raakt in dit soort discussies, is mijn vraag aan de heer Knot of we daar nu voldoende aan doen. Zijn we daar wel voldoende aan het handelen, ook al is het een sluimerend risico, of zou het hier eigenlijk prominenter aan de orde moeten komen?

De heer Knot:

Ten aanzien van het optimum tussen regulering en deregulering enzovoort, is het zo dat we na de financiële crisis natuurlijk een financiële hervormingsagenda van ongekende proporties hebben doorgevoerd. Dat was ook nodig, omdat de crisis wel aantoonde dat het hele gebouw van wet- en regelgeving en toezicht gewoon onvoldoende was. Maar het is onvermijdelijk dat als je zo'n enorme hervormingsagenda doorvoert, je na verloop van tijd gedragseffecten krijgt, ook gedragseffecten die je niet had geanticipeerd toen je die hervormingsagenda doorvoerde. Vanuit dat perspectief is het gewoon goed dat wij af en toe onszelf evalueren. Bijvoorbeeld binnen de Financial Stability Board staat dat ook prominent op de agenda. Ik leid daar nu zelf een werkgroep die kijkt naar de effecten die de hele hervormingsagenda heeft gehad op bijvoorbeeld de beschikbaarheid van de infrastructuurfinanciering. Dat is niet zozeer een probleem in Nederland, maar wel in een hoop andere landen in de wereld. We gaan ook nog kijken naar knelpunten voor het midden- en kleinbedrijf, als een soort tweede project.

Maar dat zijn wel heel specifieke en ook evidencebased onderzoeken naar de vraag of we hier en daar zijn doorgeschoten en dus hier en daar specifiek wat kunnen herstellen.

Dat is iets anders dan een algemeen sentiment van: laten we gaan dereguleren, want we willen weer meer risiconeming in de economie en de financiële sector. Dat laatste zou ik ogenblikkelijk verre van mij werpen omdat juist de financiële crisis heeft laten zien dat de baten van een beetje meer vrijheid geven aan de financiële sector echt compleet in het niet vallen bij de enorme schade die niet alleen de financiële sector, maar ook onze hele macro-economie oploopt op het moment dat je om de zoveel tijd een crisis hebt. Ik denk dat niemand meer de filosofie van de heer Greenspan van voor de crisis aanhangt dat het af en toe opdweilen van de rommel goedkoper is dan het voorkomen van die rommel. We kunnen maar beter wat lasten nemen om te voorkomen dat we weer in deze situatie komen, dan dat we ooit weer zo'n financiële crisis krijgen. Maar het blijft een moeilijke balans om van tevoren het onderscheid tussen die twee bronnen te maken en te bepalen waar het optimum ligt. Dat optimum kan best anders liggen voor grote instellingen dan voor kleine instellingen, die weer specifieke problematiek enzovoort meebrengen. Het is een ingewikkeld antwoord, maar ik kan het niet veel simpeler maken. Ook heel ingewikkeld is de vraag wat de tweede-orde-effecten zijn van ongemak op een financiële markt ergens. Je kunt altijd de exposures van banken op bepaalde activa berekenen. Je kunt dan heel mechanisch zeggen: stel dat de prijzen 20% omlaaggaan. Tweede-orde-effecten zijn besmettingseffecten, maar dergelijke effecten zijn niet alleen reële besmettingseffecten. De uitzetting van bank A op bank B terwijl bank B meer uitzetting op Italië blijkt te hebben dan bank A dacht, dat zijn de reële besmettingseffecten. Er zijn ook heel veel psychologische besmettingseffecten, zoals dat de schuldtitels van bank A ook onder druk kunnen komen omdat de markt dént dat bank A dezelfde uitzettingen heeft als bank B. Bank A weet dat echter niet, want bankbalansen zijn nu eenmaal inherent zeer ondoorzichtig en kunnen snel qua risicoprofiel veranderen. Dat hebben we ook in 2008 en 2009 gezien. Allerlei banken kwamen onder druk te staan, terwijl achteraf gezien met de eigen activahoeveelheid misschien niet zoveel mis was, maar wel omdat er heel veel psychologische besmetting was: alle banken die elkaar niet meer vertrouwden, de geldmarkt die op slot ging, de kapitaalmarkt die op slot ging. Dan krijg je die zichzelf versterkende crisis. Daarom maakt dat het ontzettend moeilijk om dit soort tweede-orde-effecten precies te voorspellen. We kunnen nog iets van een netwerkanalyse doen – die doen we tegenwoordig ook bij de BIS, met name waar we zo'n database hebben gecreëerd van de reële exposures van banken op elkaar – maar dat is bepaald niet het volledige verhaal. Dat zijn niet de grootste risico's. Dan over de klimaatrisico's. We hebben het nu goed op het netvlies, denk ik, maar we doen nog niet zo heel veel. We zijn vooral aan het inventariseren wat er moet gebeuren. Over adequate beprijzing van CO₂-uitstoot zullen wij blijven zeggen als economen, als macro-economen, dat als je externaliteiten niet beprijs, je altijd overmatige productie enzovoort zult krijgen. CO₂-beprijzing is ook daarbij echt cruciaal. Dat staat inmiddels goed op het netvlies, maar niettemin moet het nog wel gebeuren. Ook gerichte targets wat betreft CO₂-uitstoot om te voorkomen dat er op een later moment veel te schoksgewijs zal moeten worden bijgestuurd, staan allemaal op het netvlies. Maar de beleidsacties heb ik op dit moment nog niet gezien. Pas als ik die beleidsacties zie en die genomen zijn, denk ik dat we weer kunnen spreken van een afnemend in plaats van een toenemend risico. Zolang we nog niet de energiewende hebben gemaakt in Nederland, neemt nog elke dag dat risico toe.

Mevrouw Van Geest:

Met de heer Knot constateer ik dat er wel een les is geleerd uit de crisis van 2008. Er is heel veel extra regelgeving gekomen. Ik roep in herinnering dat ook een deel van onze banken flink is afgeslankt. Dat verklaart misschien ook een beetje dat ze een beetje veel op elkaar gaan lijken,

want vroeger hadden ze een veel rijkere compositie. Het reguleren daarvan is belangrijk, maar je moet daarbij wel een goede maatvoering hanteren. Een van de dingen waarvan ik mij wel afvraag of we daar helemaal op geprepareerd zijn, is het moment waarop iedereen denkt: ik ben weer boven Jan; ik wil weer uit shoppen, dus ik word groter. Nu hebben we het in Europa zo georganiseerd dat banken zo groot zijn dat het hanteerbaar is als er op enig moment onverhoopt toch iets misgaat. Voor een deel komt dat doordat ze kleiner zijn geworden. Als ze nu allemaal weer op overnamepad gaan, worden ze weer groter en krijgen we misschien op dat moment de vraagstukken van too big to fail die we eerder hadden wel weer terug. Daar is natuurlijk mededingingstoezicht vanuit de Commissie voor en ook de toezichthouders zullen ongetwijfeld op een of andere manier kijken. Als ik kijk of er te veel of te weinig regulering is, denk ik dat dit een nieuw terrein is waar we ons misschien weer druk over mogen gaan maken omdat het beter gaat met banken, zelfs zo goed dat ze ook weer kunnen nadenken over dit soort vraagstukken.

Ik had speciaal gezegd bij de Italiësommen dat dit een first hit was omdat we die data niet bezitten. Ik denk dat ons persbericht zei dat directe blootstelling beperkt was, maar dat Nederland niet immuun is. Dat is juist vanwege al die besmettingsgevaren die er zouden kunnen zijn. De mensen die denken dat ze veilig op het droge zijn omdat ze niet zo veel van die spullen hebben, kunnen dan toch nog wel van een koude kermis thuiskomen op het moment dat het mis zou gaan in de regio. We hebben heel kort iets gewijd aan het klimaatrisico. Wij verwijzen vooral voor Nederland naar het feit dat er aan klimaattafels nu onderhandeld wordt en dat de uitkomsten daarvan misschien leiden tot gevolgen voor bijvoorbeeld het Nederlandse commercieel vastgoed. Dat vastgoed staat allemaal in boeken, maar als je daar afspraken over maakt, moet dat misschien anders worden gewaardeerd. Daar zullen wel effecten van zijn. Maar ik ben het helemaal met de heer Knot eens dat je pas kunt rekenen als je weet wat het plan is. Dat weten we nu allemaal nog niet. Tot die tijd kunnen we alleen zeggen dat er een risico is. Dat maakt het ook interessant om, als er op enig moment plannen zijn, daar sommen voor te maken. Althans, dat moet eerst door de instellingen zelf gedaan worden en vervolgens door toezichthouders en anderen.

De voorzitter:

Ik kijk naar de heer Sneller. Daarna nog de heer Van der Linde.

De heer Sneller (D66):

Nog over de klimaatrisico's: u denkt dus niet in eerste instantie aan brown penalty- en green bonus-achtige dingen. Het gaat echt om hard CO₂-beleid, dat belangrijker is op dit moment.

De heer Knot:

Ja, ik denk in ieder geval niet aan de green bonus. Ik geloof niet dat je dit soort dingen moet regelen door de financiële sector risico's te laten onderbeprijzen. Daar hebben we inmiddels te veel ervaring mee. Overal waar je risico's onderbeprijst, krijg je toch overmatig risicozoekend gedrag. En dan komt er een dag dat die risico's zich tegen je gaan keren. Dat geldt dus wat betreft de risicoweging van staatsobligaties, maar ook voor risicoweging van uitzettingen op groene initiatieven. Maar laten we gewoon eerlijk zijn: veel van die initiatieven hebben nou eenmaal een inherent vrij hoog risicoprofiel. Op dat risicoprofiel heeft u overigens invloed, want dat risicoprofiel wordt vooral bepaald door de beleidsonzekerheid. Dit gaat namelijk om investeringen die 10, 20, 30 jaar overspannen. Een van de grootste onzekerheden is dat particuliere investeerders niet weten hoe overheden zullen omgaan met het klimaatrisico en of dat beleid voldoende bestendig zal zijn. U kunt dat risico

mitigeren. Dat stelt de financiële sector gewoon in staat om die risico's adequaat te beprijzen. Dat moeten we vooral zo laten gebeuren.

De heer **Van der Linde** (VVD):

Ik sla even aan op wat mevrouw Van Geest zei over de toekomst van de banken. U hebt in uw rapport een uitvoerig stuk over cryptovaluta opgenomen, waarin u eigenlijk constateert dat het relatief klein is omdat het gaat om kleine bedragen die gespreid zijn over veel huishoudens en omdat het vooral bij huishoudens zit. Maar kijk naar de toekomst van banken. We praten nu over de bitcoin, maar er is de kans dat er over een paar jaar iets is wat à la de bitcoin werkt, maar dan wel zoals het bedoeld is, namelijk als betaalmiddel. Als we dat eenmaal hebben, praten we over potentiële disruptieve technology, creatieve destructie of welke naam je het ook geeft. Wat betekent dat voor de toekomst van de banken? Hoe meer die banken op elkaar lijken en hoe kaler het product is dat ze bieden, hoe vatbaarder ze worden voor eenvoudige technologische oplossingen, kan ik mij zo voorstellen. Als ik te snel ga, wil ik het nog wel een keer langzaam zeggen, maar mijn vraag is eigenlijk: bestaat de gewone retailbank zoals wij die nu kennen over tien jaar nog als de technologie voortschrijdt?

Mevrouw **Van Geest**:

Zoals we die nu kennen vast niet. Dat onder invloed van technologische vooruitgang dingen veranderen, lijkt mij kant één. Het is natuurlijk wel moeilijk te voorspellen waar het heen gaat. We hebben daar ooit een policybrief over geschreven: wordt Amazon de nieuwe bank of blijven banken toch bestaan zoals ze zijn? Tot op heden zie je dat fintechoplossingen vooral buiten banken worden verzonden en dat banken ze dan adopteren, dus meer integreren. Bank spelen is immers een aparte tak van sport, al was het maar omdat je heel veel van de toezichtregels zou moeten kennen, waarvan veel van die spelers denken: nou, dat laat ik aan mij voorbijgaan.

Over de ontwikkeling van de cryptovaluta staat een passage in de financiële risicorapportage, waarin we uitleggen dat die nog niet heel veel weg hebben van klassiek geld omdat die niet voldoen aan alle voorwaarden daarvoor. Je kunt deze valuta niet zo overhandigen, want het kost tien minuten om dat te doen. Wat dat betreft zijn de cryptovaluta wel anders dan digitaal betalen. Cryptovaluta zijn ook heel volatiel qua waarde. Dat maakt ze ook niet zo aantrekkelijk. Sommige van die munten zijn alleen een munt en verder niks. Dan vraag je je toch af wat de achterliggende waarde is. Dat is bij de bitcoin ook een zeker mysterie. Wil je die ontwikkeling naar geld maken, dan moet er op dat punt wel wat gebeuren. Daar hebben we wel wat speculatieve zinnen over opgeschreven, ook omdat het vooral speculatief is op dit moment. Maar ik zou als bank zeker opletten hoe die wereld zich ontwikkelt. Bij sommige onderwerpen is het ook goed dat het experiment zich eerst een beetje buiten je eigen deur voortzet voordat je het zelf adopteert. Ik zou niet als grote bank daar nu een leuk experiment mee aangaan. Dat is eigenlijk ook een beetje de flavour die erin staat wat betreft de centrale bank, die zo'n cryptocurrency zou kunnen doen. Dan zeggen we ook: het is interessant, maar misschien moeten we het toch even aanzien alvorens deze dappere stap te gaan zetten.

De **voorzitter**:

Dank. Dan bedank ik de president van De Nederlandsche Bank en de directeur van het Centraal Planbureau voor dit gesprek over de macro-economische risico's voor de financiële sector. Ik denk dat u volgend jaar weer een uitnodiging tegemoet mag zien. Hartelijk dank.

Sluiting 12.55 uur.