

Vergaderjaar 2017–2018

21 501-07

Raad voor Economische en Financiële Zaken

Nr. 1517

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 4 juni 2018

Gedurende de procedurevergadering van de vaste Kamercommissie voor Financiën van 7 februari jl. is het kabinet verzocht om een reactie op de CPB *discussion paper* «*The effects of unconventional monetary policy in the euro area*» naar de Kamer te zenden. Met deze brief voldoe ik aan dit verzoek. Tevens stuur ik uw Kamer hierbij de *discussion paper*¹ toe.

Allereerst wil ik aangeven dat de belangrijkste resultaten van deze CPB *discussion paper* reeds zijn verschenen in de CPB *policy brief* «Onderweg naar normaal monetair beleid», die op 8 juni 2017 is gepubliceerd. Hierin stelde het CPB dat het monetair beleid in de eurozone tussen 2008 en 2016 vermoedelijk een positief effect heeft gehad op het bruto binnenlands product (bbp) en een kleiner effect op de inflatie. Tevens gaf het CPB aan dat de effecten van het monetair beleid sterker waren voor landen met een gezonde bankensector. Op verzoek van de Kamer heeft mijn voorganger destijds een kabinetsreactie op deze *policy brief* gegeven².

In de *discussion paper* van 6 februari 2018 gaat het CPB dieper in op de onderzoeksmethodiek die is gebruikt om tot de resultaten te komen. Tevens verkent het CPB enkele additionele verklaringen voor verschillen tussen landen. Ik zal in deze brief eerst de onderzoeksmethodiek van het CPB toelichten en vervolgens de onderzoeksresultaten beschrijven. Tenslotte zal ik een appreciatie geven van de bevindingen van het CPB.

Bevindingen CPB studie naar monetair beleid

Onderzoeksopzet van het CPB

Het CPB schat in de *discussion paper* de effecten van het monetair beleid van de Europese Centrale Bank (ECB) over de periode 2009–2016 op het bbp en de inflatie. In normale tijden kan het CPB hiervoor kijken naar de

¹ Raadpleegbaar via www.tweedekamer.nl

² Kamerstuk 21 501-07, nr. 1461

gevolgen van veranderingen in de beleidsrente van de ECB. De ECB heeft sinds 2009 echter diverse onconventionele maatregelen genomen zoals het verlengen van de balans door het verstrekken van lange termijn leningen aan banken en het aankopen van (staats)obligaties en andere financiële activa. Door deze maatregelen geeft de beleidsrente niet een volledige weergave van de stand van het monetair beleid. Zo staat de beleidsrente sinds eind 2013 rond de nul procent, maar is de balans van de ECB tussen 2013 en 2017 met ruim 2.000 miljard euro toegenomen. De analyse van het CPB is daarom gebaseerd op de schaduwrente. De schaduwrente is niet observeerbaar en wordt geconstrueerd door onderzoekers. In normale tijden ligt de schaduwrente heel dicht bij de beleidsrente maar als de balans van de ECB toeneemt, zoals thans het geval is, kan de schaduwrente onder de beleidsrente komen te liggen. Zo bedroeg de beleidsrente van de ECB in 2016 ongeveer nul procent maar lag de schaduwrente op ruim vier procent onder nul³.

Het CPB schat vervolgens wat het effect is geweest van een monetaire verruiming ofwel een verlaging van de schaduwrente. Het effect van een renteverlaging op de economie is moeilijk te isoleren. De praktijk leert dat financiële markten bij een inflatiedaling al direct verwachten dat de centrale bank bij een volgende vergadering de rente zal verlagen. Deze verwachtingen hebben dan als dusdanig reeds invloed op de economie voordat de renteverlaging daadwerkelijk heeft plaatsgevonden. Het is hierdoor lastig het effect van monetaire beleidskeuzes en de verwachtingen over het monetair beleid goed te scheiden. Het CPB stelt daarom eerst een reactiefunctie op die schat hoe de schaduwrente reageert op verschillende macro-economische en financiële indicatoren, zoals de inflatie. Deze functie geeft de «verwachte» reactie weer van de centrale bank op economische veranderingen. Vervolgens kijkt het CPB naar situaties waarin het beleid van de ECB afwijkt van de verwachtingen, dat wil zeggen situaties waarin de ECB de rente sterker verlaagt of verhoogt dan op basis van de reactiefunctie wordt verondersteld. Het CPB spreekt dan over onverwachte dalingen of verhogingen van de schaduwrente. Het CPB kan de effecten van deze onverwachte dalingen vervolgens isoleren en zodanig de gevolgen van deze dalingen op de economie in kaart brengen.

Onderzoeksresultaten

Het CPB schat dat een onverwachte daling van de schaduwrente met 20 basispunten een positief effect heeft op het bbp in de eurozone van 0,05% na 20 maanden en dat het effect op inflatie verwaarloosbaar is. Het CPB vindt dus dat onverwachte monetaire verruiming de economie stimuleren maar niet direct een invloed hebben op de inflatie.

Het CPB beziet daarnaast of de gevolgen van deze onverwachte monetaire verruiming per euroland verschillen. Het CPB schat dat Nederland, België en Spanje relatief sterk reageren op een onverwachte monetaire verruiming. Het positieve bbp-effect voor deze landen is ongeveer twee keer sterker dan voor de landen Italië, Portugal en Griekenland. Voor de overige eurolanden ligt het effect hier tussenin. Deze bevindingen komen overeen met wat het CPB reeds in de *policy brief* van vorig jaar heeft gepubliceerd.

Het CPB verkent vervolgens een aantal mogelijke verklaringen voor deze verschillen tussen landen. Het blijkt dat landen met een relatief gezonde bankensector meer baat ondervonden van een onverwachte monetaire verruiming. Monetaire verruiming kan leiden tot een stijging van activaprijzen en daarmee een verbetering van de balanspositie van

³ Zie grafiek 1 op p. 5 van de CPB discussion paper *The effects of unconventional monetary policy in the euro area*

banken. Het CPB stelt dat zwakke banken deze verbetering mogelijk vooral moesten benutten om hun kapitaalpositie te verbeteren terwijl gezonde banken in staat waren de balansverbetering te benutten voor meer kredietverlening.

Het CPB constateert ook dat landen met een hoge overheidsschuld minder profiteren van onverwachte monetaire verruiming. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat banken blootgesteld staan aan staatsobligaties uit het eigen land waardoor de financiële positie van banken en de overheidsfinanciën sterk met elkaar verbonden zijn. Ongezonde overheidsfinanciën kunnen daardoor ook een indicator zijn van een zwakke gezondheid van de bankensector.

Bovengenoemde verklaringen heeft het CPB reeds in de *policy brief* van afgelopen jaar vermeld. In de *discussion paper* heeft het CPB daarnaast twee additionele verklaringen verkend. Ten eerste suggereert het CPB dat een monetaire verruiming kan leiden tot een depreciatie van de euro en daarmee een stimulans vormt voor de export. Het CPB constateert in lijn hiermee dat eurolanden met veel export naar landen buiten de eurozone meer profiteren van een onverwachte monetaire verruiming. Daarnaast geeft het CPB aan dat monetaire verruiming financiële stress kan verlagen waardoor onzekerheden worden weggenomen en de economie wordt gestimuleerd. Het CPB constateert inderdaad dat in landen waar een onverwachte monetaire verruiming heeft geleid tot een grotere reductie van financiële stress ook het positieve bbp-effect groter is. Het CPB heeft daarbij niet onderzocht waarom de stressreductie als gevolg van een monetaire verruiming per land verschilt.

Appreciatie van de bevindingen van het CPB

Allereerst vind ik het belangrijk dat de inzichten over de gevolgen van het monetair beleid worden vergroot. De onconventionele beleidsmaatregelen van centrale banken zijn een betrekkelijk nieuw fenomeen waardoor het aantal studies naar de effecten ervan nog relatief gering is. Het CPB geeft met de studie, net als de eerdere *policy brief*, een belangrijke bijdrage aan het vergroten van de kennis over de gevolgen van monetair beleid. Daarbij geldt wel dat de effecten van het monetair beleid lastig zijn in te schatten en omgeven zijn met een grote mate van onzekerheid. We weten immers niet wat er zou zijn gebeurd in de eurozone zonder het monetair beleid van de ECB. Deze mate van onzekerheid geldt ook voor het CPB onderzoek, zoals de auteurs ook aangeven in de *discussion paper*.

Dit CPB onderzoek biedt inzicht in de gevolgen van onverwachte monetaire beleidsverruiming maar kan geen antwoord geven op de vraag wat het totale effect is van alle monetaire beleidsmaatregelen die de ECB sinds 2009 heeft genomen. Het is namelijk moeilijk vast te stellen wat er gebeurd zou zijn zonder monetaire verruiming. Het CPB heeft tevens niet gekeken naar de effecten van grote beleidsschokken, zoals bijvoorbeeld het instellen van het opkoopprogramma of van het *Outright Monetary Transactions*⁴ programma (OMT).

Beschikbare onderzoeken van andere instellingen kennen eveneens een mate van onzekerheid, maar schatten tevens positieve effecten van monetaire verruiming op het bbp en vaak ook op de inflatie, waarbij de

⁴ Dit programma volgde na de speech van Draghi waarin hij aangaf dat de ECB «*whatever it takes*» zal doen om de euro te behouden. Zie ook Kamerbrief «Risico's Nederlandse Staat als gevolg van ECB-beleid» (Kamerstuk 21 501-07, nr. 1479) voor een beschrijving van de monetaire beleidsprogramma's van de ECB.

precieze effecten uiteenlopen⁵. De verschillende resultaten tonen echter nogmaals aan dat het lastig is om de effecten van het monetair beleid precies te kwantificeren. In het algemeen geven de verschillende studies wel aan dat het monetair beleid van de ECB waarschijnlijk een bijdrage heeft geleverd aan de groei en de inflatie.

Belang gezonde bankensector en overheidsfinanciën voor monetaire transmissie

Een belangrijke bevinding van de CPB studie is dat een gezonde bankensector de transmissie van het monetair beleid kan versterken. Het kabinet zet zich in voor het versterken van de gezondheid van de Europese bankensector. Verdere risicoreductie is hiervoor essentieel. Banken dienen stappen te zetten in het opbouwen van bail-inbare buffers en aanpakken van niet-presterende leningen. Daarnaast kan een goede weging van de risico's van staatsobligaties een overmatige blootstelling van banken aan nationale overheden verlagen. Volgens het kabinet dienen hierover Europese afspraken te worden gemaakt conform de routekaart voor de voltooiing van de bankenunie. Zoals aangegeven in de Kamerbrief «Risicoreductie Europese Bankensector»⁶ vindt het kabinet het daarbij ook belangrijk de gezondheid van de bankensector te monitoren om de mate van risicoreductie in kaart te brengen.

De resultaten van het CPB wijzen er tevens op dat de monetaire transmissie in landen met een hoge staatsschuld beperkt was. Het kabinet benadrukt het belang van het tegengaan van buitensporige begrotingstekorten en staatsschulden, zoals ook aangegeven in de Kamerbrief «Verdieping EMU»⁷. Dit vereist onder meer eenvoudige begrotingsregels en het onafhankelijk maken van deze regels. In gevallen waar de schuld onhoudbaar is, kan een ordentelijk raamwerk voor schuldherstructurering bijdragen aan marktdiscipline en daarmee solide begrotingsbeleid in lidstaten bevorderen.

Deze maatregelen dragen bij aan het versterken van de nationale economieën in de eurozone. Monetair beleid is geen panacee. Een duurzame verbetering van het groeivermogen van de eurozone kan alleen tot stand komen door structurele maatregelen die productiviteitsontwikkeling en werkgelegenheid bevorderen en door de gezondheid van de bankensector en de overheidsfinanciën blijvend te verhogen.

De Minister van Financiën,
W.B. Hoekstra

⁵ Zie paragraaf 2.2 en 2.3 van de *discussion paper* van het CPB voor een overzicht van andere studies naar het beleid van de ECB. Zie ook oa. Bundesbank (2016) Monthly Report June 2016 *The macroeconomic impact of quantitative easing in the euro area* voor een overzicht van studies in de eurozone, de VS en het VK.

⁶ Kamerstuk 21 501-07, nr. 1509

⁷ Kamerstuk 21 501-20, nr. 1262