

Vergaderjaar 2019–2020

33 283

Macro-economische risico's voor het financiële stelsel

Nr. 22

VERSLAG VAN EEN OPENBAAR GESPREK

Vastgesteld 23 juni 2020

De vaste commissie voor Financiën heeft op 10 juni 2020 een openbaar gesprek gevoerd over **macro-economische risico's voor het financiële stelsel**.

Van deze gesprekken brengt de commissie bijgaand 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, Azarkan, Tony van Dijck, Anne Mulder, Nijboer, Van Otterloo, Slootweg, Sneller en Aukje de Vries,

alsmede mevrouw Van Geest, voorzitter van de Autoriteit Financiële Markten, de heer Hasekamp, directeur van het Centraal Planbureau en de heer Knot, president van De Nederlandsche Bank.

Aanvang 13.00 uur.

De voorzitter:

Ik open dit openbare gesprek met De Nederlandsche Bank, het Centraal Planbureau en de AFM over macro-economische risico's voor het financiële stelsel. Dit openbare gesprek hebben we elk jaar. Nieuw is dat ook de AFM aanwezig is. Maar mevrouw Van Geest is niet nieuw, want zij is hier vaker geweest in een andere hoedanigheid. Ik heb een afmelding van de heer Bruins. Hij volgt het een en ander per video. Ook de heer Snels heeft zich afgemeld. Ik zei al dat het een openbare bijeenkomst is, wat betekent dat de bijeenkomst via video te volgen is.

Ik heet onze gasten van harte welkom. Zoals gebruikelijk zullen zij beginnen met een korte inleiding. Zij hebben ons van tevoren ook een aantal documenten toegestuurd, die wij allemaal goed hebben gelezen, althans hebben kunnen lezen. Dat gezegd hebbende, geef ik het woord aan de heer Knot van De Nederlandsche Bank.

De heer Knot:

Dank u wel, voorzitter. Het is inmiddels een traditie dat we hier één keer per jaar zitten om de belangrijkste macro-economische risico's voor het financiële stelsel te bespreken, samen met de collega van het Centraal Planbureau en dit jaar ook de AFM. Het is vandaag een speciale setting, al was het maar omdat ik denk dat de fysieke afstand tussen ons vandaag groter is dan de afstand tussen onze documenten. Maar goed, dat is uiteindelijk aan u ter beoordeling.

Wat ik hier graag wil doen in mijn inleidende woorden, is ons Overzicht Financiële Stabiliteit kort samenvatten. Dat is u ook toegezonden. Dat is nu natuurlijk voor een belangrijk deel gewijd aan corona, aan de gevolgen van deze crisis voor de financiële sector. We zitten middenin een economische crisis die behoorlijk zwaar is. Het is dus ook onvermijdelijk dat de financiële sector daardoor wordt geraakt. Over de aard van de crisis en de rol van de financiële sector daarin wil ik dus vandaag graag een paar dingen zeggen.

In de eerste plaats merk ik op dat deze crisis wordt gekenmerkt door zeer grote onzekerheden. De oorzaak ligt in de medische sfeer, en dat maakt deze crisis anders dan eerdere crises die we hebben meegemaakt. Zolang het virus niet onder controle is, weten we gewoon nog niet precies hoe groot de economische schade zal zijn. Daardoor kunnen we ook maar beperkt gebruikmaken van onze ervaringen uit eerdere crises.

Die grote onzekerheid ziet u ook terug in de ramingen voor de Nederlandse economie die De Nederlandsche Bank afgelopen maandag heeft gepubliceerd. Daarin hebben we vanwege deze onzekerheid naast het basispad ook twee scenario's opgenomen: een mild en een zwaar scenario. In het basispad krimpt onze economie dit jaar met 6,4%. Dat is ten opzichte van heel veel internationale instellingen nog niet eens aan de royale kant. Niettemin gaat het bijna twee keer zo hard als in 2009, tijdens de kredietcrisis. Wij ramen dan in ons basispad enig herstel in 2021 en 2022, maar het bbp blijft qua niveau nog onder dat van voor de coronacrisis. In die twee andere scenario's ziet het er als volgt uit. In het milde

scenario is het – 3,4% en in het zware scenario is het zelfs – 11,8% dit jaar. Op dat laatste zware scenario kom ik straks terug, want dat is weer het startpunt voor onze stresstest voor de financiële sector.

De bandbreedte rondom de raming is dus uitzonderlijk groot. Dat heeft te maken met die onzekerheid over de ontwikkeling van de pandemie, maar ook met het open karakter van de Nederlandse economie. Daardoor zijn het beloop van de recessie en eventueel dus ook het herstel sterk afhankelijk van ontwikkelingen in het buitenland. En dat is natuurlijk ook weer afhankelijk van wat er met corona in het buitenland gebeurt.

Sinds het uitbreken van de crisis hebben overheden, centrale banken en toezichthouders op zeer grote schaal maatregelen genomen om die economische schade zo veel mogelijk te beperken. Een aanzienlijk deel van die maatregelen draagt direct of indirect ook bij aan het beperken van de risico's voor de financiële sector. Denk bijvoorbeeld aan de verruiming van de garantieregelingen voor bedrijfskredieten maar ook aan de directe financiële steun die gegeven is aan bedrijven en aan hun werknemers.

Dat brengt mij op de rol van de financiële sector in deze crisis. De financiële sector kan een belangrijke rol spelen bij het beperken van de economische schade door krediet te blijven verstrekken aan solvabele bedrijven en huishoudens, en daarmee ook het herstel te financieren. Dat is een belangrijk verschil met de kredietcrisis, toen de oorzaak van de crisis immers in de financiële sector lag, waardoor de financiële sector de economische schade juist vergrootte.

Centrale banken en toezichthouders hebben een omvangrijk pakket aan maatregelen ingezet om te zorgen dat dat financiële stelsel ook goed kan blijven functioneren. Zo biedt het Eurosysteem goedkope en langlopende herfinanciering aan aan banken. Ook besloot de Governing Council vorige week om het pandemieaankoopprogramma, het PEPP, uit te breiden en te verlengen. Deze uitbreiding is vooral ingegeven door de sterk negatieve vooruitzichten voor groei en inflatie in de eurozone. Het programma ondersteunt zodoende de financieringscondities voor huishoudens, bedrijven en overheden en probeert ook op die manier de permanente schade zo veel mogelijk te voorkomen.

De Nederlandsche Bank zelf heeft de buffereisen voor systeembanken tijdelijk verlaagd en heeft de invoering van de hogere kapitaaleisen voor hypotheke uitgesteld. Ook het SSM heeft enkele kapitaaleisen verlaagd en heeft de banken ook expliciet toestemming gegeven om in te teren op sommige van hun buffers. Met het kapitaal dat daardoor vrijkomt, kunnen banken de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens op peil houden. Daarnaast hebben De Nederlandsche Bank en andere toezichthouders banken en ook verzekeraars aangeraden om voorlopig geen dividend uit te keren of eigen aandelen in te kopen. Banken en verzekeraars hebben daar tot dusverre gehoor aan gegeven, om ook op die manier hun buffers zo veel mogelijk vast te houden en te zorgen dat er niet onnodig cash uit het bedrijf gaat.

Hoe staat de financiële sector er nu voor? Banken worden natuurlijk zonder meer geraakt. Ze hebben onlangs al bekendgemaakt dat ze hoge voorzieningen moeten treffen voor de verwachte kredietverliezen, wat we dan ook weer terugzien in de scherpe daling van hun aandelenkoersen. Maar Nederlandse banken kunnen gelukkig wel tegen een stootje, mede dankzij de strengere regels die na de kredietcrisis zijn doorgevoerd en de buffers die ze toen hebben moeten opbouwen. De buffers voorafgaand aan deze crisis zijn bijna twee keer zo hoog als voor de kredietcrisis. Hierdoor zijn ze simpelweg beter in staat om de kredietverlening op peil te houden. Ze hebben inmiddels aan een groot aantal bedrijven en huishoudens uitstel van betaling verleend en ze hebben nieuwe leningen verstrekt, waarvan een deel dus met overheidsgarantie.

Het is duidelijk dat, naarmate het economisch herstel langer uitblijft, de gevolgen voor de banken gaan toenemen en het daarmee wel moeilijker gaat worden om ook die kredietverlening op peil te houden. Dat hebben

we willen laten zien met onze pandemiestresstest. In het zware stresstest-scenario – dat was dus dat scenario uit onze ramingen – krimpt onze economie in 2020 met 11,8% en dan treedt in 2021 en 2022 enig herstel op. In dat scenario kunnen de kredietverliezen van de Nederlandse banken oplopen tot ongeveer 23 miljard euro in 2022. Daardoor dalen de kernkapitaalratio's met gemiddeld 5,5 procentpunt. Maar die 5,5 procentpunt moet u afzetten tegen een ratio van 16,5 procentpunt voor deze zes grote banken in de uitgangssituatie. Daarmee kunnen ze deze klap ook absorberen.

Het scenario dat we hebben gekozen, is ietsje zwaarder dan wat vergelijkbare toezichthouders als Bank of England en Riksbank hebben doorgerekend. Dat hebben we willen laten zien in grafiek 38 van ons Overzicht Financiële Stabiliteit. Voor een stresstest is het cruciaal welk scenario je meeneemt. Vandaar dat we daar ook transparant over zijn.

De **voorzitter**:

Meneer Knot, de heer Van Dijck wil graag een vraag stellen.

De heer **Knot**:

Nu al?

De heer **Tony van Dijck** (PVV):

Een klein technisch vraagje...

De **voorzitter**:

Wacht, wacht, wacht! Voordat ik u daar toestemming voor geef, kijk ik even naar de heer Knot waar hij de voorkeur aan geeft.

De heer **Knot**:

Ik geef er de voorkeur aan om even mijn rondevaerhaal geheel rond te maken. Daarna sta ik open voor technische vragen en andere vragen.

De heer **Tony van Dijck** (PVV):

Maar het is een heel klein technisch vraagje.

De **voorzitter**:

Hij is nogal persistent.

De heer **Knot**:

Vooruit.

De heer **Tony van Dijck** (PVV):

Wat mij al een uur bezighoudt – want ik heb het net gelezen – is die 16,5%. Is dat percentage van voor de klap die de beurs gemaakt heeft of van daarna? Want in maart halveerden de aandelen.

De heer **Knot**:

De beurs heeft daar geen invloed op, want dit is op basis van de boekwaarde.

De heer **Tony van Dijck** (PVV):

Maar de aandelen van de banken halveerden. Is die 16,5% van voor die halvering of van na die halvering?

De heer **Knot**:

Voor én na, want de koersdaling van banken heeft geen effect op de boekhoudkundige kernkapitaalratio's. Het heeft alleen effect op de marktwaarde van banken, maar niet op de kapitaalratio's zoals wij die meten en zij die publiceren.

Kortom, dit scenario leidt dus tot een afname van de kapitaalratio's met ongeveer een derde in 2022, maar het goede nieuws is dat de relatief hoge kapitaalratio's in de uitgangssituatie de banken in staat stellen om dergelijke verliezen op te vangen zonder noemenswaardige gevolgen voor de kredietverlening.

Maar er zitten natuurlijk wel grenzen aan wat banken kunnen absorberen. Om dat ook te illustreren, hebben we een nog zwaarder scenario bedacht. Dat hebben we het «perfect storm»-scenario genoemd. Dat hebben we doorgerekend. Het veronderstelt dat het economisch herstel, mede door voortdurend weer opspelende coronalockdowns, pas in 2022 optreedt en dat ook de groei in 2021 nog fors negatief is. Je hebt dan dus niet alleen een forse klap in 2020, maar ook volgend jaar nog; ik meen – 4% groei. In dat uiterst sombere scenario zouden de kredietverliezen kunnen oplopen tot 39 miljard euro. In dat geval zullen banken er niet aan kunnen ontkomen om ook hun kredietverlening terug te schroeven, gewoon om de verliezen te beperken en te voorkomen dat hun kapitaalratio's oncomfortabel dicht bij de wettelijke minimumeisen komen. Er is in dat scenario nog geen sprake van doorschrijding daarvan, maar het is bekend dat banken nooit zullen toestaan dat ze precies op de minimumeisen opereren. In anticipatie daarop zullen ze hun gedrag gaan aanpassen. Dit is dus bepaald niet wat wij verwachten. We zitten hiermee al twee gradaties beneden datgene wat wij maandag als basispad hebben gepresenteerd. Het is wel een illustratie van een zelfversterkend mechanisme dat zou kunnen optreden als het economisch herstel onverhoopt nog een jaar zou uitblijven.

Voor verzekeraars en pensioenfondsen geldt eigenlijk dat hun buffers voor corona al laag waren, onder andere door de lage rente. De kwetsbaarheden in deze sectoren zijn verder toegenomen doordat de waarde van hun beleggingen is gedaald. De problemen zijn het grootst bij de pensioenfondsen, waar de dekkingsgraden fors zijn afgenomen in de afgelopen maanden. Bij verzekeraars speelt iets soortgelijks, maar daar helpt in zekere zin het Europese toezichtskader Solvency II weer een beetje, omdat daar een boekhoudkundige aanpassing in zit, de volatility adjustment, die tijdelijk tot hogere gerapporteerde solvabiliteitsratio's leidt. Dat is een beetje een anomalie, maar het voert te ver om daar al te diep op in te gaan.

De financiële markten, ten slotte, zijn door de maatregelen van centrale banken en overheden gekalmeerd, maar het sentiment blijft toch wel wankel door de ongekende onzekerheid. Markten lijken nogal optimistisch over de snelheid waarmee het virus onder controle zal zijn gebracht. Ze rekenen natuurlijk ook op de aanhoudende steun van overheden en centrale banken. Daar zit dus een zeker optimisme ingebakken. Bij tegenvallend nieuws kan dat sentiment dan ook weer omslaan en zijn ook hernieuwde koersdalingen natuurlijk niet uitgesloten.

Wat betekent dit voor het beleid? Hoe kunnen we de schade voor onze economie en daarmee ook voor de financiële sector zo veel mogelijk beperken, op zowel de korte als de lange termijn? Allereerst is het natuurlijk van belang dat we het virus onder controle houden. Ook dat draagt bij aan het beperken van de economische schade, want eventuele nieuwe lockdowns zouden dus grote economische impact hebben. Bij een zware externe schok als deze is de overheid de aangewezen partij om een groot deel van deze schok op te vangen. Dat gaat onvermijdelijk gepaard met een forse stijging van de staatsschuld, waardoor deze uitzonderlijke lasten ook over meerdere generaties kunnen worden uitgesmeerd. Gelukkig kan de Nederlandse overheid zich een hogere staatsschuld permitteren, omdat er in de goede tijden buffers zijn opgebouwd. In deze omstandigheden zou het gewoon onverstandig zijn om als overheid de hand op de knip te houden of om na de crisis te snel weer te consolideren richting oude schuld niveaus.

Het beperken van de economische schade betekent ook dat we moeten zorgen dat de financiële sector gezond blijft. Als de economische crisis uiteindelijk zou leiden tot een financiële crisis, zijn we veel verder weg van huis. Dat moeten we dus echt zien te voorkomen. We kunnen banken dus ook niet overvragen. De kredietverlening op peil houden is belangrijk, maar als dit er op den duur toe leidt dat de banken zelf in de problemen zouden komen, dan schiet het zijn doel voorbij. Dit is overigens in de eerste plaats de taak van de banken zelf. Zij moeten gewoon een goede risico-inschatting blijven maken en, waar mogelijk, gebruikmaken van de overheidsgaranties op bedrijfsleningen. Dat betekent ook dat het belangrijk is dat banken in elk geval een deel van het risico op de eigen balans zullen moeten houden, het zogenoemde skin in the game. Ook ons toezicht en dat van het SSM zijn erop gericht om te zorgen dat de banken in ieder geval gezond zullen blijven.

Mocht het allemaal nodig zijn, dan kan de overheid desgewenst een extra impuls verzorgen. Garantieregelingen kunnen worden verlengd of versterkt door dekkingspercentages te verhogen, zoals onlangs ook is gedaan bij de kleinekredietenregeling, of door de uitvoering ervan te vergemakkelijken, zodat kredieten sneller kunnen worden verleend. Daar zit natuurlijk wel een afruil, maar ik ben nu even aan het kijken wat er eventueel nog meer gedaan zou kunnen worden.

Alleen wanneer de verliezen dusdanig gaan oplopen dat de kredietverlening in het geding komt, dan zou zelfs directe steun aan banken kunnen worden overwogen, zoals garantie op de eigen financiering van banken of directe kapitaalssteun. Ik zou zeggen dat we helaas precies weten hoe dat moet, gegeven de crisis van tien jaar geleden.

Ik gaf al eerder aan dat het herstel in Nederland ook sterk afhankelijk is van dat in ons omringende landen. Met name de verwevenheid met andere Europese landen is groot. Dat geldt voor de economie, maar dat geldt ook voor de financiële sector. Nederland is dus ook gebaat bij een krachtige Europese aanpak van deze crisis en daar hoort een passend crisisinstrumentarium bij om de nodige financiële steun te kunnen verlenen. Hoe dat instrumentarium er precies uit moet zien, is vooral een politieke keuze, maar het is belangrijk dat het er komt, omdat het bijdraagt aan de economische en financiële stabiliteit in Europa en daarmee ook in Nederland.

Hiermee wil ik graag mijn inleiding afsluiten. Ik ben zo dadelijk bereid om uw vragen te beantwoorden.

De voorzitter:

We gaan eerst naar de heer Hasekamp van het Centraal Planbureau.

De heer Hasekamp:

Dank u wel, voorzitter. Het is niet de eerste keer dat ik aan tafel zit in deze commissie, maar wel voor de eerste keer in deze nieuwe rol. Dank voor de uitnodiging.

Wij hebben vorige week, op 2 juni, onze risicorapportage financiële markten naar buiten gebracht. Dat is een jaarlijkse rapportage die dit jaar vrijwel volledig in het licht staat van de coronacrisis. In die rapportage kijken we naar het geheel van financiële risico's voor de Nederlandse economie. Wij kijken naar bedrijven, wij kijken naar huishoudens, wij kijken naar de impact die de coronacrisis heeft op de buffers van bedrijven en huishoudens. Wij kijken ook naar het financiële systeem, maar we doen dat misschien iets beperkter dan De Nederlandsche Bank, die daar primair voor verantwoordelijk is. Wij kijken ook naar de maatregelen van de overheid en de kwetsbaarheden in Europees perspectief.

Ten slotte hebben we dit keer als special topic gekeken naar iets wat al aan de gang was voor de coronacrisis, namelijk de zogenaamde search for yield. Dat is het feit dat in een lagerenteomgeving beleggers op zoek

gaan naar beleggingen die toch nog enig rendement geven, maar die met een hoger risico gepaard gaan.

Wat is dan het beeld dat oprijst? Ik denk dat dat in belangrijke mate overeenkomt met het beeld dat zojuist door de heer Knot is geschetst. De overheid heeft in eerste instantie de klappen van deze crisis voor een belangrijk deel opgevangen. De resterende klap komt voor een deel terecht bij bedrijven. Ik ga zo iets meer zeggen over de stresstest die we hebben gedaan voor het mkb. Iedereen ziet om zich heen dat daar de eerste gevolgen terechtkomen. Die steun van overheden beperkt de besmetting van de financiële sector en van het bankwezen, maar die steun zal natuurlijk niet eindeloos doorgaan. Een snelle afbouw ervan zou bepaalde risico's met zich mee kunnen brengen.

Deze crisis legt toch weer een aantal kwetsbaarheden van het financiële systeem bloot. Die zitten, zoals we sinds de vorige crisis weten, in relatief lage buffers en in schuldfinanciering. Banken zijn – de heer Knot heeft daar terecht op gewezen – echt weerbaarder dan bij de vorige crisis. Er is op dat terrein veel gebeurd. Ook in Europa is het een en ander gebeurd om risico's te beperken en risicodeling te versterken. De bankenunie is de afgelopen periode opgebouwd.

Tegelijkertijd constateren wij dat er nog steeds kwetsbaarheden zijn in de eurozone en in de Monetaire Unie. Het beleid zal de komende tijd – de heer Knot zei dat net ook al – rekening moeten houden met de economische ontwikkelingen. Het kan nodig zijn om langer steun te blijven geven als de crisis lang duurt. Als de pandemie een tweede golf zou laten zien, zal langer steun nodig zijn. Ook binnen Europa zullen we moeten doen wat nodig is. De manier waarop kan inderdaad verschillen.

Op de korte termijn kunnen we zeggen dat de klap goed is opgevangen. De financiële markten zitten inmiddels alweer op het niveau van begin vorig jaar. Er zijn mensen die zeggen: misschien is dat wat te enthousiast. Maar het is niet aan mij om daar een oordeel over te hebben. De enorme volatiliteit die er in maart was, is gedempt en de koersen en de koerswinstverhoudingen zijn hersteld. Als het gaat om de schulden van verschillende overheden, zie je dat de rentespreads binnen Europa zijn teruggelopen, met name nadat de Europese Centrale Bank het beleid heeft verruimd. Als je kijkt naar de financiële risico's, kan je dus in zekere zin zeggen: so far, so good. De eerste klap is opgevangen, met name door heel snel handelen door zowel de monetaire autoriteiten als de budgettaire autoriteiten, wereldwijd.

In onze publicatie hebben we gekeken naar de situatie van het Nederlandse bedrijfsleven, met name het mkb. We hebben een stresstest uitgevoerd voor dat mkb. Eigenlijk hebben we de omzetsdaling die we in de eerste fase van de crisis hebben gezien, doorgetrokken voor een periode van drie, respectievelijk zes maanden. We hebben dat gecombineerd met de steunpakketten die op het moment van de afronding van de publicatie bekend waren.

Ook hier zie je dat de overheid, via de NOW en de andere regelingen, in belangrijke mate de liquiditeitsbehoefte en de vraag om de noodzakelijke liquiditeit opvangt, maar dat er wel, zeker als het langer gaat duren, een resterende liquiditeitsbehoefte blijft. Die ligt in de orde van grootte van 7 miljard euro voor het mkb, als de crisis zes maanden zou duren. Dat wil niet zeggen dat die bedrijven allemaal onmiddellijk in betalingsproblemen komen. Dat wil zeggen dat ze voor een deel waarschijnlijk zullen moeten aankloppen bij hun financiers of banken. Ook daar zijn natuurlijk regelingen voor, waarbij de overheid in belangrijke mate garant staat voor bepaalde leningen aan het bedrijfsleven. Het laat zien dat de overheid via die steunregelingen weliswaar veel gevolgen, met name liquiditeitsgevolgen, voor bedrijven opvangt, maar dat dat niet volledig is. Vandaag heeft de OESO, de OECD, ook een rapport gepubliceerd, waarin ze een soortgelijke stresstest doen. Zij komen eigenlijk tot vergelijkbare uitkomsten.

Als het gaat om de liquiditeitsbehoefte zie je natuurlijk verschillen tussen sectoren. Als je kijkt naar het aantal bedrijven, denk ik dat het niemand verbaast dat de horeca bovenaan staat op de lijstjes van bedrijven die straks toch extra financiering nodig zullen hebben. Maar als je op basis van deze stresstest kijkt naar waar de grootste liquiditeitsbehoefte zit in financiële omvang, kom je uit bij de handel en de industrie.

Naast het bedrijfsleven hebben we ook gekeken naar huishoudens, specifiek naar het 25ste percentiel, dus de onderkant van de inkomensverdeling. Er zijn grote verschillen tussen soorten huishoudens. Voor de buffers die mensen eropna houden maakt het nogal uit of ze gepensioneerd zijn, directeur-grootaandeelhouder zijn of een bijstandsuitkering hebben.

Maar er zijn wel een aantal zaken die reden geven tot zorg. De opvallendste vonden wij dat 25% van de zzp'ers € 3.000 of minder aan vrij beschikbaar spaargeld heeft. Op het moment dat de omzet instort zal, ondanks de steunregelingen van de overheid ook hier, het geld snel op zijn bij een deel van de mensen. Datzelfde geldt voor werknemers met een flex- of afroepcontract. Dus daar zijn wel degelijk ook risico's in de zin van ontoereikende buffers en betalingsproblemen die daar het gevolg van kunnen zijn.

We hebben ook gekeken naar de financiële sector zelf vanuit het perspectief van de reële economie. Er zijn allerlei feedbackloops waardoor problemen in de financiële sector weer terugslaan op de reële economie. Dat hebben we ook tijdens de vorige crisis gezien. Die zal ik hier niet uitgebreid uit de doeken doen, maar die staan wel beschreven in het stuk. Ik denk dat iedereen wel weet dat, zoals we de vorige keer ook hebben gezien, als banken wat op hun buffers interen, dat ten koste kan gaan van de kredietverlening op termijn. Bij pensioenfondsen vertaalt een slechte financiële positie zich uiteindelijk óf in lagere of niet-geïndexeerde pensioenen óf in hogere premies. En als verzekeraars uiteindelijk in problemen komen, dan zouden bepaalde activiteiten niet of in mindere mate verzekeraar kunnen worden. Dat is een van de redenen dat de overheid heeft ingegrepen in de markt van handelskredieten door die te waarborgen in deze periode.

Het goede nieuws – dat heeft de heer Knot net ook gezegd – is dat banken er echt beter voorstaan dan in de vorige periode. De kapitaalbuffers zijn toegenomen en het aantal problemleningen is in Nederland maar ook in heel Europa afgenomen. Nederland zit echt aan de onderkant, maar ook andere landen hebben een daling van het aantal problemleningen gezien.

Als we dan kijken naar het beleggingsbeleid en de financiële risico's die instellingen de afgelopen periode hebben genomen – de search for yield; daar hebben we een special topic van gemaakt – dan zien we dat sommige financiële instellingen de afgelopen periode in die lagerenteomgeving risicovoller zijn gaan beleggen. Dat geldt voor verzekeraars. Dat geldt voor beleggingsfondsen. Die zijn voor een deel uit obligaties en in aandelen en andere categorieën gegaan, zoals leningen en hypotheek en ingewikkelde beleggingsproducten. Bij pensioenfondsen is het beeld genuanceerder. Daar zien we juist een toename in het aantal beleggingen in obligaties. Maar binnen de categorie obligaties zie je ook een verschuiving naar de wat meer risicovolle obligaties, dus van triple A naar andere categorieën. Dus ook daar zie je, als je wat dieper kijkt, een onderliggende verschuiving naar meer risicovolle beleggingen en investeringen. Dat kan natuurlijk een probleem opleveren op het moment dat risico's zich ook daadwerkelijk voordoen en er dus minder betaling plaatsvindt op bepaalde producten.

Ten slotte in mijn verhaal hebben we gekeken naar wat er op dit moment in de monetaire unie gebeurt. Als je kijkt naar schuld niveaus, dan zie je dat een aantal landen – Nederland, Duitsland – een heel goede uitgangspositie hadden bij deze crisis, maar dat was niet voor alle landen het

geval. Met name in Zuid-Europa lagen die nog duidelijk boven de niveaus bij aanvang van de kredietcrisis in 2008, 2009. Je ziet ook dat de blootstelling van banken aan schulden van hun eigen overheid in een aantal landen nog is toegenomen na de vorige crisis. Met name in Italië is dat het geval. Dat betekent dat, als overheden in de problemen komen of als er moet worden afgewaardeerd, ook daar weer problemen voor banken uit kunnen voortkomen.

Het Nederlandse bankwezen heeft inmiddels een veel lagere blootstelling aan schulden van de eigen overheid, maar ook aan schulden van Zuid-Europese overheden. Dat is echt sterk afgenomen in de periode na 2008, 2009.

Het is wel zo dat Nederland en de Nederlandse economie nog steeds in belangrijke mate zijn vervlochten met de economieën in de Monetaire Unie en in Zuid-Europa. Dat zie je ook terugkomen in de cijfers die wij presenteren over direct investment in een aantal Zuid-Europese landen. Die directe investeringen zijn duidelijk nog toegenomen in de afgelopen jaren. Daarnaast blijven we natuurlijk ook voor onze export voor een belangrijk deel afhankelijk van de Europese Unie in brede zin.

We hebben ingezoomd op hoe je tegen de Europese aanpak van de crisis zou kunnen aankijken. Ik denk dat je uiteindelijk een aantal zaken tegen elkaar moet afwegen. Nederland zit in de Monetaire Unie, maakt onderdeel uit van de Europese Unie en heeft daar ook voordeel van. Dat betekent dat je sowieso bent blootgesteld aan een aantal risico's. Naast overwegingen van solidariteit, die er ook kunnen zijn en die uiteindelijk politiek zijn, kunnen er ook overwegingen van welbegrepen eigenbelang zijn om de asymmetrische effecten van deze schok op te vangen en andere landen te hulp te komen, in welke vorm dan ook, als dat nodig mocht blijven.

Zoals de heer Knot ook al zei, zijn daar verschillende modaliteiten voor. Het is niet eenduidig te zeggen wat de juiste is. Er zijn voordelen en nadelen verbonden aan zowel schuldfinanciering als giften. Giften zijn een vrij dure optie, maar het betekent wel dat schuldniveaus, die in sommige landen al hoog zijn, niet verder oplopen. De keuze welk instrument je binnen Europa vorm wilt geven, is uiteindelijk aan de politiek. Daarmee sluit ik mijn verhaal af.

De voorzitter:

Dank u wel. Dan geef ik het woord aan mevrouw Van Geest, de voorzitter van de Autoriteit Financiële Markten.

Mevrouw Van Geest:

Dank u wel. Leuk om weer in de Kamer te zijn. Voor uzelf misschien ook wel, want u was ook een tijdje wat afwezig. De AFM heeft een korte geschiedenis, maar ik begrijp dat ik toch nog in de voetstappen tred van een voorganger, namelijk wijlen Ronald Gerritse. Dus alles wat ooit weggaat, komt weer terug.

In mijn introductie wil ik de gevolgen van de coronacrisis langslopen voor zover deze raken aan het mandaat van de AFM. Dan heb ik het over de Nederlandse kapitaalmarkten, de Nederlandse vermogensbeheersector, huishoudens en het bedrijfsleven. Op al deze terreinen spelen gedragsrisico's die de stabiliteit kunnen raken. Je zou het bijna vergeten, maar ook zonder coronacrisis zijn er zaken die de stabiliteit kunnen bedreigen. Ik noem de brexit en de IBOR-transitie.

Maar laat ik beginnen met wat top of mind is, namelijk de coronacrisis. Ik begin met de Nederlandse kapitaalmarkten. Zoals eerder gememoreerd, brak op die kapitaalmarkten in maart en april grote onrust uit. Ingrijpen van de centrale banken was nodig om sommige markten weer te laten herstellen. Ik denk dat het vooral komt doordat het besef doorbrak dat de coronapandemie wereldwijd grote economische gevolgen zou hebben en niet iets geïsoleerds was. Dat heeft zich dan ook vertaald in scherpe

koersdalingen, het opdrogen van markten en een enorme toename van de handelsvolumes.

Om dat te illustreren: de AEX daalde met 7,7% in één dag. De risico-opslag van investment grades, dat zijn een beetje gezonde bedrijfsobligaties, ging van 40 naar 120 basispunten en het aantal effectentransacties verviervoudigde tijdens de piekmomenten. Als toezichthouder op de Nederlandse beurs en handelsplatformen gaat de AFM dan steeds na of het allemaal goed gaat op die markten, zowel markttechnisch als operationeel.

Een belangrijk gesprekspunt is geweest het verbod op shortselling van aandelen. Daar is veel over gesproken in Europees verband. Uiteindelijk bleek een meerderheid van de lidstaten geen voorstander te zijn van een verbod op shortselling, wat niet verhinderd heeft dat enkele lidstaten dat wel hebben ingevoerd. Tijdelijk, moet ik constateren, want ze hebben het ook alweer ingetrokken.

Waarom heeft de AFM geen verbod opgelegd? Er waren een aantal overwegingen. Allereerst: de prijsdalingen waren natuurlijk schokkend, maar ook weer niet zo vreemd als je keek naar wat er in de fundamentals aan de hand was. De omvang van de shortsells in Nederland stabiliseerde zich vrij vlot. Er waren geen valse geruchten. Want dat is meestal wat je doet: je gaat short, verspreidt nepnieuws en hoopt dan ook dat je gelijk krijgt. Er waren dus geen valse geruchten om de prijzen te drukken. Wat de inhoud betreft was er geen aanleiding, en onderzoek wijst ook uit dat een verbod vaak niet effectief is, maar wel een prijs heeft in de vorm van verminderde liquiditeit.

Naast deze meer markttechnische kwesties is een andere zorg voor de AFM van meer operationele aard, namelijk de vraag of de systemen voor handel en afwikkeling van effecten de toegenomen volumes wel aankonden. Daarvoor hebben we intensief contact gehad met de mensen die die infrastructuur aanbieden. Terugkijkend kunnen we constateren dat dat goed gelukt is. Allereerst hebben ze de handel naar huis weten te verplaatsten. Dat brengt natuurlijk risico's met zich mee, want dan krijg je operationele risico's als gevolg van het thuiswerken, maar ook dat is eigenlijk relatief goed verlopen. Er zijn wat issues geweest met een te late levering van effecten, maar die waren klein en behapbaar.

Hoewel we op de onrust op de aandelenmarkten aankonden, speelden in verschillende andere markten wel liquiditeitsproblemen. De repomarkt dreigde op te drogen. Dat is een markt die heel belangrijk is voor vermogensbeheerders om op korte termijn geld uit te lenen of weg te zetten. De markten voor bedrijfsobligaties in commercial paper, kortlopende obligaties, stonden onder druk. De risicopremies op Zuid-Europese staatsobligaties liepen flink op, zoals net al werd gememoreerd. Ingrijpen van de ECB en andere centrale banken was nodig om de rust daar een beetje te laten terugkeren.

Op dit moment lijken de markten wel weer in rustiger vaarwater te zijn aangeland. De aandelenkoersen zijn weer op het niveau van vorige zomer. Je zegt natuurlijk altijd: de prijs is de waarheid en verdisconteert alle feiten. Maar laat ik zeggen dat ik niet van de markt uitga. Vooruitlopend is het marktrisico dat tegenvallende pandemieontwikkelingen opnieuw tot onrust gaan leiden. Dat betekent dat waakzaamheid geboden is, allereerst natuurlijk bij beleidsmakers, maar we kunnen ook constateren dat de centrale banken niet echt in slaap gesust zijn geweest en de hele tijd actief zijn geweest. Daarnaast dienen marktpartijen aandacht te houden voor de operationele risico's, zeker als we ervan uit moeten gaan dat het anderhalvemeterkantoor nog een tijdje bij ons blijft en we veel vanuit huis zullen moeten blijven werken. Dan gaat het om informatiebeveiliging en cyber security.

Als ik dan naar de Nederlandse vermogenssector ga, kan ik constateren dat ook die de onrust goed heeft doorstaan, althans relatief. Beleggingsfondsen in Europa en de VS zijn in maart en april met een grote uitstroom

van vermogen geconfronteerd geweest, maar in Nederland was de uitstroom eigenlijk veel kleiner. Daar is een vrij voor de hand liggende reden voor: we hebben gewoon heel veel pensioenvermogen. Zo'n driekwart van het vermogen van de beleggingsfondsen is afkomstig uit de pensioensector. Die pensioenfondsen zijn vaak de grootste deelnemer. Zij hebben minder de neiging om als eerste het fonds uit te willen hollen. Dat maakt het geheel wel wat stabiel. Dat neemt niet weg dat ook bij enkele Nederlandse fondsen sprake was van uitstroom. Ze hebben dan ook verschillende liquiditeitsinstrumenten, zoals dat heet, ingezet, zoals het verhogen van uitstapkosten. Daarmee hebben ze hun liquiditeitsposities weten te beheersen.

Op de vraag of we managers ook de juiste instrumenten bieden, kan ik u zeggen dat in Nederland de Nederlandse wetgever de fondsbeheerder internationaal vergeleken in ieder geval een ruim assortiment aan instrumenten biedt om die liquiditeit te beheersen en dus onrust te voorkomen. Dan moet je ze natuurlijk wel opnemen in het prospectus. Als je ze niet opneemt in het prospectus, kun je ze ook niet gebruiken. Maar je hebt al die opties wel.

Een andere belangrijke kwetsbaarheid waren de grote margeverplichtingen bij vermogensbeheerders die ontstonden als gevolg van de volatiliteit op de rente- en wisselkoersmarkten. De Nederlandse vermogensbeheerders beheren hele grote derivatenportefeuilles, veelal uit naam van pensioenfondsen en verzekeraars, omdat zij hun rente- en valutarisico willen afdekken. Die derivaten staan natuurlijk bloot aan tegenpartijrisico. Om dat af te dekken, wissel je onderpand uit. Bij derivaten is dat vaak bot geld; cash. Als je hele grote swings krijgt, krijg je hele grote stromen heen en weer. Dat kan allemaal nog wel, maar het is wel heel jammer dat op dat moment ook net de geldmarkt en de repomarkt onder druk stonden. Daarmee was dat best een lastige periode voor fondsbeheerders, maar het is ze uiteindelijk wel gelukt om deze periode goed te doorstaan. Als AFM zijn we nog met hen in gesprek om te horen wat precies de omvang van de problemen is geweest, hoe ze het hebben kunnen managen en of dat de meest gelukkige oplossing was. Vooruitkijkend zien we drie kwetsbaarheden voor de fondsensector. Het kan natuurlijk verkeren, waardoor er flink wat van die bedrijfsobligaties worden afgewaardeerd. Daardoor ontstaat er weer verkoopdruk en drogen markten mogelijk weer op. Een soort silver lining in Nederland is dat de meeste Nederlandse fondsen geen verplichting in zichzelf kennen om die oude obligaties te verkopen. Ze hoeven dus niet tot een firesale over te gaan. Ze kunnen daar wel altijd toe beslissen, maar er zit dus iets minder druk op.

Een ander risico is de trage afwaardering van vastgoed en andere liquide activa. Bij commercieel vastgoed kun je je wel afvragen hoe lang dat goed gaat. Daar hebben de andere collega's overigens uitgebreide stukken over, in hun documenten. Er is ook een herlevende liquiditeitsdruk door marginverplichtingen uit derivaatclearing. Wij zullen daar aandacht aan blijven besteden.

Dan ga ik over naar huishoudens. Je zou kunnen zeggen: als een huishouden een probleem heeft, waarom is dat eigenlijk een stabiliteitsrisico? Een probleem is natuurlijk altijd groot voor het huishouden, maar niet altijd voor de stabiliteit. Maar als veel huishoudens een groot probleem hebben, hebben we met z'n allen een groot probleem. Daarom is dat toch een onderwerp dat onze aandacht heeft.

Wij denken dat overcreditering en schulden een reëel risico gaan zijn, zeker nu de hoop op een V-shaped vliegende herstelperiode toch een beetje lijkt te vervliegen. De anderhalvemeter economie doet zijn intrede en dat betekent dat waarschijnlijk de steunmaatregelen zich ook moeten richten op deze nieuwe werkelijkheid: niet een korte periode om te overbruggen, maar toch echt wennen aan veranderende omstandigheden. Dat betekent dat werkenden, werknemers, flexwerkers en zzp'ers hun

inkomen bedreigd zien, terwijl hun buffers – dat werd al gememoreerd – in veel gevallen gering zijn.

Huishoudens met een lopende hypotheek kunnen in betalingsproblemen komen als hun inkomen wegvalt. Op dit moment hebben ongeveer 19.000 huishoudens gebruikgemaakt van een regeling. Maar als die regelingen van de overheid ertoe leiden dat uiteindelijk al die mensen werkloos worden, kan je best veel meer risico's gaan zien. We hebben als AFM tien uitgangspunten gepubliceerd waar hypotheekaanbieders naar kunnen kijken als ze met hun klant in gesprek moeten over de wijsheid van het wel of niet doorrollen en verlenen van extra krediet. Want we moeten natuurlijk wel oppassen dat het extra krediet dat een oplossing lijkt voor vandaag, niet uiteindelijk omslaat in een probleem voor morgen. Allereerst voor deze mensen zelf, maar daarna ook voor de banken en voor Nederland als geheel. Wat ik zei over hypotheekkrediet, geldt natuurlijk ook voor consumptief krediet. Ook daar is de uptake nog relatief beperkt, maar ook hier kan het wel verkeren als de werkloosheid echt veel meer gaat oplopen.

In aanvulling op wat de collega's hebben gezegd, zou ik zeggen dat in het onverhoopte geval dat mensen toch in problematische schulden belanden, kordate schuldsanering kan voorkomen dat mensen die schulden langer achter zich aan slepen. Ik roep ook het vrij populaire WRR-rapport Denken is nog geen doen in herinnering: mensen met schulden lijken de normale reflexen van probleemoplossing een beetje te verliezen. Dat vraagt iets van banken en van andere financiële instellingen, geldschieters, maar het vraagt ook iets van de overheid en van medeoverheden, want schuldsanering is voor een belangrijk deel bij hen belegd.

Wat geldt voor gezinnen, geldt tot op zekere hoogte ook voor bedrijven. De heer Hasekamp refereerde al aan de kwetsbaarheid van het mkb. Ook hier geldt dat wij niet gaan over de kredietverlening aan bedrijven. Toch wil ik voor de volledigheid niet onopgemerkt laten dat je ook hier moet opletten of de kredietverlening wel een oplossing is of uiteindelijk de problemen alleen maar vergroot. Als mensen geen levensvatbaar bedrijf hebben of eigenlijk solvabiliteitsproblemen hebben, is de vraag of krediet de logische oplossing is. Dan is eigen vermogen een instrument dat toch meer voor de hand ligt, hoe ingewikkeld ook bij het mkb. Het is makkelijker te analyseren dan op te lossen, zeg ik er eerlijk bij. Ook hier geldt dat als het onverhoopt toch misgaat, kordate schuldsanering of doorstarten de beste weg voorwaarts is. Dat is niet alleen in het belang van de onderneming zelf, maar ook in het belang van de werknemers en van de kredietverstrekking zelf.

Ik echo maar even wat ook De Nederlandsche Bank en het CPB eerder al hebben gezegd. Ik denk dat er veel dingen verbeterd zijn ten opzichte van 2008, maar de gebrekkige weerbaarheid van huishoudens en bedrijven – er zijn vele studies aan gewijd door het CPB en DNB, weet ik toevallig – is wel een constante gebleven. Van elke crisis hoop je weer wat te leren en dat zou forward looking dan toch nog wel een punt zijn om even bij stil te staan.

Zoals ik al zei, hadden we ook als er geen coronacrisis was geweest deze bijeenkomst moeiteloos kunnen vullen met andere risico's. Ik roep in herinnering het brexitrisico, dat sowieso vrij taai is en dat niet makkelijker wordt in tijden van corona. Marktpartijen hebben wel de tijd gehad om zich voor te bereiden op een no-dealbrexit, maar dat blijft wel een scenario met veel risico's. Bij de AFM gaat het dan vooral om dingen als marktcontinuïteit, vooral bij derivatenhandel, toegang tot Britse partijen voor handel en afwickelen van effectentransacties en het uitbesteden van het vermogensbeheer aan Britse partijen.

Een ander thema dat bij ons speelt, is de transitie naar nieuwe rente-benchmarks. Dat is een heel technisch issue, maar als je het niet goed doet, kun je er toch nog heel veel last van hebben. Dat is de

IBOR-transitie. Bij de Unie gaat het dan vooral om de overstap van EONIA naar €STR. We hebben nog even tijd en dat maakt natuurlijk dat je denkt: ik stel het uit, maar eind volgend jaar moet het toch echt allemaal goed zijn ingeregeld.

Als ik mag samenvatten: de kapitaalmarkten hebben de eerste klap goed verwerkt, maar de onzekerheid blijft groot, dus je weet niet of er nog een tweede komt. Fondsen dienen de effecten van de crisis goed te verwerken in waarderingen en rekening te houden met opnieuw onrust. Operationele risico's blijven een feit. In dit soort tijden zijn ook mensen met minder goede bedoelingen toch vaak erg actief. Huishoudens en bedrijven worden hard geraakt. Daarbij past steun, maar die mag niet leiden tot kredietproblemen in de toekomst.

Ik moet daar wel dit bij zeggen. Wij hebben hierover natuurlijk ook contact met banken en ons beeld is wel dat de banken hier ook prudent mee omgaan, zowel bij het verlenen van krediet als bij het beseffen dat, mocht het onverhoopt misgaan, er op een passende wijze zal moeten worden gereageerd bij het herstructureren van een en ander. Voor ons allen blijft natuurlijk de uitdaging hoe we de veerkracht van de Nederlandse economie kunnen verhogen, zodat we de volgende keer toch weer beter aan de streep staan.

Dank u wel.

De voorzitter:

Dank voor de inleidingen. Er is genoeg te bespreken. Dat is ook weer een uitdaging voor mij als voorzitter. Ik wil drie dingen doen, namelijk alle leden aan het woord laten en er een gesprek van proberen te maken. Stel, één lid vraagt iets over een onderwerp, dan kunnen andere leden dat aanvullen. Toch wil ik om 15.15 uur klaar zijn. Als we die drie doelstellingen, die niet per se tegenstrijdig zijn, willen bereiken, vereist dat enige discipline van ieders kant. Dat gezegd hebbende, geef ik het woord aan de heer Nijboer.

De heer Nijboer (PvdA):

Dank. Dank voor de heldere introducties. Er zijn wel wat minder urgente momenten om een keer met elkaar hierover van gedachten te wisselen. Ik zou mijn vraag willen stellen over het begrotingsbeleid de komende jaren, want we zijn – ook ikzelf persoonlijk – weer bezig met verkiezingsprogramma's en dan moet je toch ook iets bedenken over wat verantwoord begrotingsbeleid is de komende jaren. Ik hoorde de heer Knot al zeggen «het geld vliegt er nu bij bakken uit, maar we kunnen dat over generaties uitspreiden». Dat ondersteun ik. Ik ben ook wel benieuwd hoe het CPB daartegen aankijkt. Maar wat betekent dat dan voor het begrotingsbeleid dat we de komende jaren moeten vormgeven? Moet je dan meer kijken naar de kosten van rentebetalingen, die natuurlijk op dit moment niet zo vreselijk hoog zijn? Wat betekent dat voor het Stabiliteits- en Groeipact? Er zijn immers landen die dat minder goed kunnen dragen. Als die in twintig jaar weer naar 60% moeten, dan zul je daar toch wel forse bezuinigingsoperaties moeten aankondigen. Dus ik ben wel benieuwd – ik ben daar zelf ook denkende over – hoe u daarnaar kijkt.

De heer Knot:

Ik denk dat we moeten beginnen met de realisatie dat corona het type schok is wat je... Mijn collega noemde het eerder deze week een meteorietinslag, iets wat gewoon één keer in de honderd jaar gebeurt. Dus is het best goed te rechtvaardigen om je af te vragen of je de kosten van die schok meteen nú door deze generatie moet laten nemen. Of is dit het type schok wat je inderdaad over meerdere generaties kunt uitsmeren? Als je dat laatste van mening bent, waarvoor best een goede casus te maken is, dan is de staatsschuld natuurlijk het instrument om dat te doen. Dan werk je een tijdlang met een wat hogere staatsschuld en neem je een langer

traject om die staatschuld weer terug te brengen naar het niveau dat je verstandig vindt. Ik heb al een aantal keren gezegd dat ik het niveau waarop we voor corona zaten, eigenlijk best prima vond, dus tussen de 45% en 50%. Dat is eigenlijk een heel mooi niveau. Lager hoeft ook niet. We hebben na de vorige crisis ervoor gekozen om in vijf jaar tijd de schade weg te werken die de vorige crisis aan de staatschuldquote bracht en die weer terug te brengen naar het oude niveau. Dat gebeurde in feite tussen 2014 en 2019, zeg ik maar even. Dat zou ik dus nu niet doen. Ik zou er echt beduidend langer de tijd voor willen nemen. Dat betekent dat je nu, zolang er nog geen vaccin is en we niet zeker weten wanneer dat herstel gaat inzetten, volgens mij weinig anders kunt doen dan het beleid blijven voeren dat nu gevoerd wordt. Dus zorgen dat je de permanente schade aan ons verdienvermogen, aan de aanbodkant van de economie, zo klein mogelijk houdt, door deze in beginsel toch tijdelijke schok zo veel mogelijk te beantwoorden met garanties, met steunoperaties, waardoor je onnodige faillissementen probeert te voorkomen. Daar ben je zeker nog dit jaar mee bezig.

Volgend jaar zou ik ook vooral automatische stabilisatoren laten werken. Je moet dus vermijden dat je volgend jaar al gaat denken: o, de staatschuld is opgelopen. In onze ramingen denken we aan 65%, maar ook daar zit een enorme onzekerheidsmarge in. Het kan ook meer worden, zou ik toch willen zeggen. Maar ik zou volgend jaar nog niet met man en macht gaan nadenken over consolidatie. Je zit dit jaar met een hoog tekort. Dat zul je in 2021 ook niet in een keer terug hebben. Ik zou voor 2021 dus geneigd zijn om vooral de automatische stabilisatoren te laten werken.

Dan werkt toevalligerwijs de politieke cyclus zo dat we in maart verkiezingen hebben, dus dan zal er in het voorjaar een kabinetsformatie zijn. Ik denk dat dat een goed moment is om dan eens met elkaar te praten over wat we in 2022, 2025, 2026 willen met het begrotingsbeleid en om dan pas weer echt strategisch te kijken naar het schuldniveau. Dan heb je ook in beeld wat de schade ongeveer is, waar je op dat moment zit. Dan moeten we met z'n allen in die kabinetsformatie afspreken wat we een wenselijk reductiepad vinden. Op basis van dat pad wil je dan ergens zijn aan het einde van de dan weer volgende kabinetsformatie.

Maar zolang we nog in deze moeilijke fase zitten, zou ik vooral de automatische stabilisatoren laten werken. En als er hier en daar nog wat extra steun nodig is, omdat het allemaal toch nog iets langer duurt, kun je natuurlijk wel nadenken over of je bepaalde dingen wat anders wil tweaken. Want de kans wordt wel groter dat je het, naarmate het langer gaat duren, over solvabiliteitssteun hebt in plaats van over liquiditeitssteun. Dan zijn er misschien wat andere arrangementen, met meer nadruk op aandelenparticipaties in plaats van voortdurend meer en meer krediet voor een bedrijf dat op een bepaald moment zo veel leningen heeft dat een additionele lening misschien ook niet meer helpt. Misschien moeten er ook wat meer prikkels zijn om te herstructureren en te reorganiseren, enzovoorts.

Maar niettemin zou het begrotingsbeleid dit jaar nog wel echt in het teken moeten staan van proberen om de permanente schade aan onze economie zo veel mogelijk te beperken. Als je in deze tijden nog niet bereid bent je buffers te gebruiken, dan weet ik ook niet waarvoor je überhaupt buffers hebt opgebouwd, in de overheidsfinanciën of waar dan ook.

De heer Hasekamp:

Ik ben het volledig eens met de heer Knot. Het komt voor: economen zijn het af en toe wel met elkaar eens. Met name de slotzin: als je in deze tijd niet bereid bent om de buffers in te zetten die je met braaf sparen in jaren hebt opgebouwd, wanneer dan wel? Volgens mij is dat iets wat sowieso moet gebeuren.

Ik zou twee aanvullingen willen doen. We hebben in onze scenarioanalyse van eind maart – volgende week zullen we met een update komen – gekeken of die hogere niveaus van staatsschuld te dragen zijn. Toen was de conclusie – ik wil wel verklappen dat dat volgende week nog steeds de conclusie zal zijn – dat dit inderdaad het geval is. Zelfs in de zwaarste scenario's kom je uit op schuldquotes van richting de 75% bbp. Dat is inderdaad boven de criteria van de EMU, maar het ligt nog duidelijk onder de niveaus die in de literatuur worden beschouwd als moeilijk financierbaar of alleen financierbaar tegen oplopende rentekosten. Het ligt overigens ook nog steeds onder het huidige, dus nog voor de crisis, Europese gemiddelde.

Nederland kan de klap dus hebben en kan dit soort schuld niveaus aan. Ik denk inderdaad dat je nog geruime tijd bereid moet zijn om automatische stabilisatoren te laten werken. Ik zou me dan niet zozeer primair, in eerste instantie, richten op het terugdringen van de schuld, of de schuldquote, maar uiteindelijk moet je saldo, en je structurele saldo, natuurlijk wel weer binnen bepaalde marges terecht komen, omdat je anders in een soort exponentiële ontwikkeling terecht zou komen die je net als bij de epidemie ook niet in de economie wilt hebben, althans niet op dit punt.

Ten slotte. Ik denk dat het ook nog wel interessant is om te kijken naar mogelijkheden om actief anticyclisch beleid te voeren. We zijn daar in Nederland altijd voorzichtig mee. Het risico is dat je daar dan te laat mee bent, omdat het tijd kost om bepaalde maatregelen door te voeren. Als er ruimte gevonden kan worden om een aantal zaken die sowieso in de pijplijn zaten – investeringen die al voorgenomen waren – naar voren te halen, bijvoorbeeld als het gaat om de energietransitie of de woningmarkt, dan zou ik dat de komende twee jaar niet laten.

De voorzitter:

Op het punt van het begrotingsbeleid: ik zie nog een vraag van de heer Nijboer, de heer Van Dijck, de heer Azarkan en de heer Alkaya. Ik begin bij de heer Nijboer en dan pak ik alle vragen. Dan hebben we het thema begrotingsbeleid besproken. Ik begin met de heer Nijboer, want hij sneed dit als eerste aan.

De heer Nijboer (PvdA):

Ik heb een vervolgvraag aan de heer Knot. Hij zei «eigenlijk moet je dan in de kabinetsformatie een afbouwpad regelen», maar dat vind ik een beetje moeilijk te verhouden met: over 100 jaar één keer een schok en het over verschillende generaties nemen. Bedoelt de heer Knot dat je een afbouwpad voor de komende 50 jaar afspreekt? Want anders lijkt het alsof we in 2025 al...

De heer Knot:

Of 20 of 30.

De heer Nijboer (PvdA):

Ik had nog wat gevraagd over het Stabiliteits- en Groeipact. Voor Nederland geldt dit natuurlijk, maar als we afspreken dat we in twintig jaar naar 60% moeten voor Italië, Frankrijk, Spanje en weet ik welke landen, dan ondermijnt dat uiteindelijk ook het draagvlak, want dat gaat niet lukken; dat weten we nu al.

De voorzitter:

De heer Alkaya heeft ook een vraag op dit punt.

De heer Alkaya (SP):

Precies op dit punt, voorzitter. Dank voor de introducties. Ik heb een vraag over precies dat Stabiliteits- en Groeipact. We hadden tot een paar jaar geleden discussies over de vraag of we Frankrijk niet moesten beboeten,

omdat er bepaalde normen waren overschreden. Als we nu constateren dat we in de komende decennia te maken hebben met een achterhaalde norm, moeten we dan accepteren dat die de komende decennia achterhaald blijft of moeten we dan misschien streven naar een aanpassing?

De heer **Azarkan** (DENK):

Ik heb inderdaad ook een vraag op exact dit punt. Als we kijken naar figuur 23, dan kunnen we vaststellen dat een aantal landen dat al ver boven de 60% zit, er in goede tijden niet in is geslaagd om de overheids-schuld terug te dringen, iets wat Nederland wel gedaan heeft. Nu komen we in een periode waarin we zeggen: je kunt best iets meer ruimte nemen om de schulden over langere tijd terug te brengen. Maar de vraag is welke risico's we daarmee lopen. Ik heb het bijvoorbeeld over Italië, dat een groot land is, en Frankrijk, maar ook over België en Spanje. Sommige zitten al boven de 100% en andere boven het gemiddelde van 85%. We zijn niet alleen op aarde in Europa.

De **voorzitter**:

De heer Van Dijck ook over het begrotingsbeleid.

De heer **Tony van Dijck** (PVV):

Ja, ik had ook een vraag. Ik ben blij met het voortschrijdend inzicht van deze twee heren. In de vorige crisis moesten we keihard bezuinigen. Dat sprintje naar de 3% was heilig. De belastingen gingen omhoog en de btw moest naar 21%. Dat was allemaal noodzakelijk om maar aan die SGP-norm te voldoen. Gelukkig hebben ze van de vorige crisis geleerd en zeggen ze nu: laat het een beetje vieren, maak je niet te druk en groei uit de schulden. Daar ben ik blij om. Maar een ander punt is...

De **voorzitter**:

Ja, komt u vooral tot dat andere punt.

De heer **Tony van Dijck** (PVV):

Wat is de definitie van deze heren van een houdbare schuld? Want als wij straks met een verkiezingsprogramma komen en de schuld 130% is, zoals bij de Italianen, dan is dat volgens de ECB nog steeds een houdbare schuld. Ook de schuld van Japan, die bijna 200% is, is helemaal geen probleem, want die lenen nog steeds tegen een redelijk mooie rente. Dus de vraag is: zijn we in het verleden niet te veel gefocust geweest op die schuld en is het hele SGP met die 60% niet achterhaald?

De **voorzitter**:

Meneer Knot, u bent uitgedaagd.

De heer **Knot**:

Ja en ik wil graag aan het einde beginnen. Het feit dat wij hier nu vrij ontspannen kunnen spreken over een staatsschuld die gaat oplopen, is precies omdat we na de vorige crisis een consolidatie hebben doorge-maakt en buffers hebben gecreëerd. Niemand zal hier beweren dat hij corona heeft zien aankomen, maar de bron van de vorige crisis zat in het economische systeem. Ik denk dat je daar op een andere manier op reageert dan op een crisis die volstrekt van buiten komt en waarvan je geen beleidsfouten of zoiets kunt aanwijzen als oorzaak. Dat lag bij de vorige crisis duidelijk anders. Ik zou het dus willen omdraaien: juist omdat we toen de moeite hebben genomen om te zorgen dat we weer op 48% staatsschuld kwamen, hebben we nu een goede uitgangspositie gecreëerd – een bijna betere uitgangspositie dan wie dan ook – om de overheidsfinanciën te kunnen inzetten om de permanente schade van deze pandemieschok kleiner te maken.

De heer **Tony van Dijck** (PVV):
Voorzitter...

De **voorzitter**:
Nee, meneer Van Dijck...

De heer **Tony van Dijck** (PVV):
De staatsschuld was 45% bij het begin van de vorige crisis. Die was nog lager dan die nu is.

De **voorzitter**:
Meneer Van Dijck...

De heer **Knot**:

Dat klopt. En toen is die opgelopen tot 72% à 73%. We hebben hem net op tijd weten terug te brengen tot 48%. Als we dat niet gedaan hadden, dan waren we nu gestart met 72% à 73%. We krijgen nu een oploop van ongeveer 20 punten. Dan waren we op iets van 90 of 85 gekomen, maar hoe dan ook: ik denk dat je op een bepaald moment komt in kwadranten waar je intern een prijs gaat betalen voor hogere rentelasten. We hebben tot dusver het woord «rente» nog niet genoemd. Een deel van de ontspanning aan deze kant van de tafel zit ook bij de lage rente en het feit dat er voorlopig nog niet echt zicht is op een fundamenteel wijzigend rentebeeld.

Dat leidt me meteen naar het tweede punt van de heer Van Dijck. De schuldhoudbaarheid wordt niet alleen bepaald door de schuld/bbp-ratio. Schuldhoudbaarheid heeft vooral te maken met terugbetaalcapaciteit, toekomstig verdienvermogen en economische groei, maar ook met rentelasten. Die rentelasten moet je afzetten tegen wat je in de toekomst kunt verdienen om de schuldendienst op te kunnen brengen. Als je naar dat bredere spel kijkt, zie je dat de acties van de overheid er nu op zijn gericht om zo veel mogelijk verdienvermogen en terugbetaalcapaciteit te behouden en te bewaren. Dat is dus positief voor de schuldhoudbaarheid. De lage rente maakt tegelijkertijd dat zelfs bij hogere schuldquotes de rentelasten nog lager zullen zijn dan ze in het verleden waren bij lagere schuldquotes. Dit is een complex geheel.

Dat brengt me bij het SGP. Daar is ons denken nog niet over uitgekristalliseerd. De bedoeling van het SGP is geweest om te voorkomen dat er vanuit de overheidsfinanciën spillovereffecten op andere landen zouden plaatsvinden, en spillovereffecten op het monetair beleid, waarover we het nog niet hebben gehad. Als er straks inflatie komt, wordt het voor ons natuurlijk wel een lastige situatie met hoge schulden. Als we dan vanwege ons inflatiemandaat de rente zullen moeten verhogen, weten we dat dit directe consequenties gaat hebben voor de schuldhoudbaarheid.

Daarom blijf ik zeggen dat te hoge schulden onwenselijk zijn en dat de schuldquote dus wel degelijk het anker zou moeten zijn van het Stabiliteits- en Groeipact. Of dat dan weer 60% moet zijn, en of dat dan in twintig jaar moet of in een andere tijdsspanne, daar zal goed naar gekeken worden. Ik denk ook dat het onvermijdelijk is dat er iets van differentiatie in komt, die er de facto overigens ook was omdat landen zich niet hielden aan de schuldquote en daarmee gewoon wegkwamen. Dat was de facto differentiatie, niet de jure. Hoe dan ook, ik blijf zeggen dat het uiteindelijk niveau van schuld het anker zal moeten blijven van het Stabiliteits- en Groeipact.

De heer **Hasekamp**:

Opnieuw volledig eens. In onze financiële-risicorapportage geven we ook aan dat schuldfinanciering uiteindelijk risico's in zich draagt. Dat geldt voor bedrijven, huishoudens en ook voor overheden. Wat op de korte en middellange termijn precies een aanvaardbaar niveau is en hoe je dat zou

moeten vertalen in criteria die gelden binnen de Europese Monetaire Unie: ik denk dat daar geen exacte formules voor zijn. Ik denk wel dat we allemaal aanvoelen dat de 60% de komende tijd wat minder relevant zal zijn. Of we over 20, 30 of 50 jaar weer terug zullen vallen op dat criterium, daar kan ik op dit moment eigenlijk niks verstandigs over zeggen. Maar je kunt natuurlijk wel zeggen dat ook, of misschien zelfs, in een lagerenteomgeving een hoge schuldenlast problematisch kan worden op het moment dat de rentes weer omhooggaan. Dat geldt voor huishoudens, maar ook voor overheden.

Mevrouw Van Geest:

Misschien een aanvulling. Nederland en trouwens ook Duitsland hebben een lage schuldquote. Je ziet dat zij nu veel meer ruimte hebben om de economie te ondersteunen. De Italianen hebben niet aangepast wat had gemoeten en hebben nu ook veel minder ruimte om hun eigen bedrijfsleven te ondersteunen. Dat is de basis, waarvoor je eerst geleden hebt, maar waarvan je nu ook gebruik kunt maken. Dat is de ene kant. Aan de andere kant kijk je bij de schuldquote wat je kunt betalen, en schuld is dan een in geld gewaardeerde schuld die je achterlaat, maar je laat ook gevolgen voor het klimaat en andere dingen achter. Dat zijn ook dingen waar je over kunt nadenken als je het bredewelvaartsbegrip hanteert. In dat kader zou je kunnen zeggen dat je nu zou kunnen versnellen of, zoals de heer Hasekamp ook zei, op de energietransitie zou kunnen inzetten. Dat zijn ook nuttige manieren om meters te maken. Want automatische stabilisatie heeft natuurlijk het risico dat mensen, het betere deel van de samenleving, het vooral in een spaarpot zetten en dan heb je toch niet het effect dat je had gehoopt.

De voorzitter:

Dan ga ik naar de heer Azarkan voor zijn vraag.

De heer Azarkan (DENK):

Voorzitter. Volgens mij kunnen we in ieder geval concluderen dat het denken over het Stabiliteits- en Groeipact, in ieder geval de 60 en de 3%, echt wel voorbij is, dat we dat anders moeten bezien. Daar wordt over nagedacht. Mijn vraag gaat over het besteedbaar inkomen, van burgers met name. Als we kijken naar de afgelopen 40 jaar, zien we dat dat nauwelijks gestegen is. We hebben weleens discussies gehad, onder andere heer met de heer Knot. Hij zegt: «Ik snap gewoon niet waarom dat besteedbaar inkomen van mensen die in arbeidsdienst zijn niet stijgt, want dat zou eigenlijk moeten. Macro-economische modellen hadden dat allang voorspeld, maar het gebeurt niet.» Daar moeten we fundamenteel anders naar kijken. Het vorige kabinet – de collega van de PVV zei het al, volgens mij – was verschrikkelijk als het gaat om anticyclisch beleid, om eigenlijk de recessie nog langer te laten voortduren. Verstandig dat we dat dit keer niet doen. Maar wat betekent het nou dat we in de afgelopen 40 jaar met name de lasten van burgers hebben verzwaard, het afgewenteld hebben op de publieke sector, in relatie tot dat we heel veel ruimte hebben gegeven aan bedrijven die heel veel geld zijn gaan verdienen? Welke lessen kunnen we daaruit trekken?

De voorzitter:

Wie kan ik het woord geven over de lessen die we kunnen trekken? De heer Knot?

De heer Knot:

Ja, nee. Ik ben steeds als eerste. Ten eerste zou ik toch willen zeggen dat de economische prestaties van Nederland in de vijf aan corona voorafgaande jaren helemaal niet zo slecht afstaken tegen die van omringende

landen en andere delen van de wereld. We hebben natuurlijk gewoon te maken met een langzaam vergrijzende...

De heer **Azarkan** (DENK):
Toch even, voorzitter. Ik heb niet gezegd dat...

De heer **Knot**:
Ik hoor u een verhaal houden over een kabinet dat anticyclisch of procyclisch de boel verslechterd zou hebben, enzovoort.

De heer **Azarkan** (DENK):
Nee, ik heb gezegd dat er een correlatie is.

De heer **Knot**:
Maar goed, laten we daar dan wegblijven. Het klopt dat het besteedbaar inkomen van heel veel Nederlanders de afgelopen vijftien tot twintig jaar veel minder stijging heeft laten zien dan je zou denken als je bijvoorbeeld kijkt naar het bbp per hoofd van de bevolking. Dus het lijkt erop dat we wel als Nederland rijker zijn geworden, maar dat toch belangrijke delen van Nederland, van de Nederlandse werknemers, daar minder van hebben geprofiteerd. Als je dat probeert te ontwaren, zie je dat dat dat zeker te maken heeft met achterblijvende lonen. Vandaar ook mijn terugkerende pleidooi. Dat is overigens ook een complicatie in de eurozoneverhoudingen. Want als wij al loonmatiging hebben en we weten dat we in Nederland een hogere productiviteit hebben dan in de Zuid-Europese landen, duw je dus eigenlijk de Zuid-Europese landen in de deflatie omdat anders de scheefgroei in de eurozone wordt versterkt. Die is er sowieso al, doordat een land als Nederland profiteert van het zitten in een wisselkoersarrangement met minder sterke landen, terwijl minder sterke landen last hebben van het feit dat zij in een wisselkoersarrangement zitten met sterkere landen. Dat leidt tot scheefgroei en die wordt alleen maar versterkt.

Als de lonen in Nederland al beperkt stijgen, sluit je eigenlijk het loonkanaal als aanpassingskanaal uit. Dat is één ding. Dat heeft u teruggezien in de arbeidsinkomensquote, waar we een aantal keren aandacht voor hebben gevraagd. Daarnaast is de lastendruk in Nederland toegenomen. Daar zit een issue van moeilijke vergelijkbaarheid met ons omringende landen, omdat we in Nederland de zorg meer collectief financieren dan in veel omringende landen. Veel van de toegenomen lastendruk is dus gewoon het collectief financieren van het feit dat wij allemaal meer zorg zijn gaan consumeren. In andere landen zou dat tot uiting zijn gekomen in hogere inkomens, meer besteedbare inkomens, maar vervolgens grotere bedragen die privaat besteed moeten om dezelfde zorg te hebben.

Het is volgens mij de combinatie van die factoren die maakt dat dat besteedbare inkomen van belangrijke groepen inderdaad is achtergebleven. Ik denk dat dat op de lange termijn geen goede zaak is, om heel veel redenen. Ook om bijvoorbeeld draagvlak voor de euro en de gemeenschappelijke munt te houden moeten we ervoor zorgen dat de voordelen daarvan, die in eerste instantie terechtkomen bij het exporterende bedrijfsleven, wel ook goed doordruppelen naar de rest van de Nederlandse maatschappij. Daar hoort ook gewoon het besteedbaar inkomen van de mensen bij.

Mevrouw **Van Geest**:
Ik herken een groot deel van de analyse van de heer Knot. In mijn vorige baan heb ik hier ook naar gekeken. Een van de dingen die mij toen somber stemde, was dat de arbeidsproductiviteitsgroei is achtergebleven bij wat we historisch gewend waren, want uiteindelijk kun je alleen een loonstijging krijgen als je productiviteit meestijgt. De aanmoediging is om

te kijken of je daar wat aan kan doen. Daarnaast herken ik het punt van de stijgende zorgkosten heel sterk. Ik denk dat we dat alle drie herkennen, uit verschillende rollen overigens. In Nederland hebben we een betaalbaar en heel toegankelijk stelsel, maar dat kost natuurlijk een flink bedrag voor de burgers. Mensen hebben dat minder door, maar dat is wel zo. Dat betekent dat je uiteindelijk in de sommetjes minder besteedbaar inkomen overhoudt.

De andere kant van het geheel zou zijn dat het inkomen per hoofd of per werknemer weliswaar minder stijgt, maar er zijn wel heel veel mensen in Nederland aan het werk, veel meer dan elders. De werkloosheid is op een lager punt gekomen dan ik zelf had verwacht dat die ooit had kunnen komen. Ook al stijgt die nu – dat is natuurlijk vervelend voor iedereen die dat raakt – internationaal vergeleken zouden mensen dat in ruststand al met gejuich ontvangen. Ze juichen niet als ze de slechte scenario's van beide heren zien, maar waar we nu staan is dat nog best redelijk. We hebben dus veel mensen aan de slag, die misschien minder loon ontvangen dan je zou hopen. Daar moeten we ook iets aan doen voor de productiviteit. En we kiezen er als Nederland voor om een flink deel van het inkomen aan de zorg te besteden, zowel aan curatieve zorg als aan de care.

De voorzitter:

Het Centraal Planbureau over het besteedbaar inkomen.

De heer Hasekamp:

Ik herken de drie genoemde factoren. De AIQ. Daarvan mag je verwachten dat dat voor een deel ook weer een tijdelijk fenomeen is en dat het zich weer gaat herstellen.

De gestegen lasten. Die hangen voor Nederland inderdaad in heel belangrijke mate samen met de kosten voor de zorg. We hebben bij een aantal van de middellangetermijnvoorspellingen van het Centraal Planbureau geconstateerd dat de hele ruimte die gecreëerd werd door economische groei, bijna helemaal door hogere zorgkosten werd geabsorbeerd. Ik zou daar wel bij willen zeggen dat we daar ook wel wat voor terugkrijgen. De stijging van zorgkosten boven de groei van het nationaal inkomen, betekent ook dat we in Nederland kwalitatief goede zorg hebben, meer zorg kunnen genieten en ruime ouderenzorg hebben ten opzichte van een aantal andere landen. Uiteindelijk is het een maatschappelijke keuze hoeveel geld je in de zorg wil steken als land, maar er hoort wel een prijs bij. Dat betekent dat je dat niet terugziet als besteedbaar inkomen voor individuen, maar uiteindelijk wel als baten voor de samenleving als geheel.

Het laatste punt is productiviteitsgroei. Het is inderdaad de bekende puzzel voor economen: hoe kunnen we ervoor zorgen dat die in de toekomst weer op een hoger niveau terechtkomt? Daarbij moeten we misschien wel opmerken dat de periodes die velen van ons nog als referentie gebruiken, de herstelperiode 1950–1975 en de jaren negentig, in historisch perspectief vrij uitzonderlijke periodes waren van een hele hoge productiviteitsgroei. Het is dus ook niet zomaar gezegd dat dat weer terugkomt. Ik denk dat we er wel van alles aan moeten doen om het verdienvermogen van de Nederlandse economie naar de toekomst toe weer te laten stijgen, maar of dat weer leidt tot een productiviteitsgroei zoals we die ooit in de jaren zestig hebben gezien, betwijfel ik en dat betwijfelen heel veel economen.

De voorzitter:

Meneer Azarkan heeft nog een vraag over het besteedbaar inkomen.

De heer Azarkan (DENK):

Zeker, voorzitter. Dank voor de beantwoording. Ik miste echter een belangrijk onderdeel. Het tweede deel van mijn vraag ging daarover, namelijk: hoe kijkt u aan tegen hoe we bedrijven faciliteren met fiscale voordelen? Dat deel heb ik niet gehoord. Je kunt er ook voor kiezen om een deel van de zorgkosten te financieren vanuit de opbrengsten van bedrijven. Nu zijn de winsten van bedrijven in de afgelopen 40 jaar, zeker in de afgelopen 5 jaar, enorm hard gestegen. Is dat iets wat we zouden moeten doorzetten? Vinden we dat dat voor een deel ten koste zou moeten gaan van de publieke sector en van lastenverlichting bij burgers? Hoe zorgen we dat bedrijven ook hun eerlijke deel betalen?

De voorzitter:

Naar aanleiding hiervan nog mevrouw De Vries en de heer Van Dijck. Dat doen ze allebei heel kort. Dat vermoed ik zomaar.

Mevrouw **Aukje de Vries** (VVD):

Nou, dat weet ik nog niet, voorzitter.

De voorzitter:

Mijn gezag als voorzitter wordt hier gelijk al ondermijnd.

Mevrouw **Aukje de Vries** (VVD):

Nee, ik moet zeggen dat we al een heleboel beste stuurliedjes aan wal hebben gehad. Mijn vraag gaat over het mkb, in het verlengde van de vraag van de heer Azarkan, maar misschien ook wel een beetje de andere kant op. Het CBP luidt een beetje de noodklok over het mkb. Veel wordt onderhouden door de noodpakketten die er zijn. De vraag is wel wat er op de korte en de middellange termijn aanvullend nog nodig zou zijn om die gezonde bedrijven in het mkb de crisis door te helpen. En wat zouden we misschien vooral niet moeten doen aan beleidsmaatregelen?

De voorzitter:

De heer Van Dijck over het besteedbaar inkomen, kort.

De heer **Tony van Dijck** (PVV):

Ja, over het besteedbaar inkomen. DNB heeft een tijdje geleden een studie uitgebracht. De conclusie was dat de koek niet eerlijk wordt verdeeld. De bedrijven krijgen te veel en de burgers krijgen te weinig. De politiek komt niet verder dan een morele oproep aan het bedrijfsleven: geef die mensen wat meer loon. Je kan natuurlijk ook de belastingen verlagen om die koek wat eerlijker te verdelen en de belasting te verhogen bij die dingen. Waarom is dat nooit een advies geweest vanuit De Nederlandsche Bank? Want ook de conclusie van De Nederlandsche Bank was: verhoog die lonen. U begreep vanwege de schaarste zelfs niet waarom die lonen niet omhooggingen.

De voorzitter:

De heer Sneller, de heer Slootweg en de heer Alkaya, echt kort, want anders krijgt niet iedereen het woord. Een hele korte toevoeging op het punt van besteedbaar inkomen.

De heer **Sneller** (D66):

Het ging over het mkb en daar gaat mijn vraag ook over. Met de lagerenteomgeving waren er al veel zombiebedrijven waar zorgen over waren en die ook juist qua productiviteit en efficiency relatief laag scoren. Moeten wij ons daar – ook bij de vormgeving van eventuele vervolgpakketten – zorgen over maken, nu die rente langer laag blijft en nu er met die noodpakketten als het ware nog een extra lifeline is? Want tegelijkertijd werd gezegd dat de banken bij die kredietverlening wel goed toetsen of

het bedrijven zijn die het extra kunnen hebben, terwijl het met die garantiestelling ook makkelijker wordt om het allemaal maar gewoon te doen.

De voorzitter:

Via het besteedbaar inkomen komen we ineens bij het mkb. Jongens, probeer bij je thema te blijven! De heer Slootweg en dan de heer Alkaya, kort.

De heer Slootweg (CDA):

Ik probeer toch even het linkje met het besteedbaar inkomen te leggen. Het is ook wel zo dat een deel van die bedrijfswinsten weer naar onze pensioenfondsen is gegaan, omdat de pensioenfondsen vaak op grote schaal aandelen van bedrijven hebben. We missen de heer Van Rooijen hier natuurlijk heel erg, maar heeft het rentebeleid er dan niet mee te maken dat het daar eigenlijk geen uitweg heeft kunnen vinden?

De voorzitter:

Tot slot de heer Alkaya.

De heer Alkaya (SP):

Over het besteedbaar inkomen en de salarissen: het deel dat naar winsten gaat en het deel dat naar salarissen gaat, zijn natuurlijk communicerende vaten. Dat is heel complex. Het is deels ook aan de maatschappij gelaten, maar de overheid heeft daar ook invloed op en kan ingrijpen, bijvoorbeeld door een minimumloon in te stellen, te verhogen of te verlagen. De inzichten daarover zijn de afgelopen jaren volgens mij sterk veranderd. Het was voor ons altijd een doorn in het oog dat ons voorstel om het minimumloon te verhogen, in de modellen altijd ten koste zou gaan van banen. Kan de heer Hasekamp toelichten hoe die modellen recent zijn aangepast?

De voorzitter:

Ik weet niet helemaal zeker of mijn aanpak om iedereen het woord te geven, gaat helpen. Wie wil als eerste? De heer Hasekamp.

De heer Hasekamp:

Dank u wel. Een aantal vragen liggen als eerste wellicht op mijn terrein. Wat de verdeling van de lastenverlichting tussen bedrijven en huishoudens of burgers betreft: het is de vraag of dat de meest zinvolle manier is om daarover te spreken. Economen kijken altijd naar arbeid en kapitaal, want uiteindelijk zijn bedrijven ook weer van mensen. Dat kan zijn via pensioenfondsen of via beleggingsinstellingen, maar het kan ook rechtstreeks zijn via de familiebedrijven in het mkb en allerlei andere vormen die je kan verzinnen. Uiteindelijk is de vraag dus toch welk deel van de koek naar de factor arbeid gaat en welk deel naar de factor kapitaal gaat. We hebben de afgelopen jaren inderdaad gezien dat de AIQ is gedaald en dat er relatief dus wat meer geld naar de factor kapitaal is gegaan. De vraag is wel of belastingen dan de manier zijn om dat te corrigeren. Daar kan je naar kijken. Daar hebben we als planbureau ook wel wat studies aan gewijd. Het Ministerie van Financiën heeft daar recent ook nog een rapport over uitgebracht. Moet je nu inzetten op lastenverlichting rechtstreeks voor burgers of moet je proberen via lastenverlichting voor de factor kapitaal uiteindelijk het groeivermogen van de Nederlandse economie te vergroten? Dat hangt wellicht toch vooral af van je politieke voorkeuren. Ik denk wel dat Nederland, als je internationaal vergelijkt, relatief weinig belasting heft op de factor kapitaal. Dat is iets wat uit verschillende vergelijkingen komt. En of dat goed of slecht is, nogmaals, hangt niet alleen af van economische afwegingen maar ook van hoe je daar politiek tegen aankijkt.

De verhoging van het minimumloon pak ik dan gelijk ook even. Daarover hebben we inderdaad voortschrijdend inzicht. Het is maar goed dat economen dat af en toe ook hebben. Er is namelijk geleerd van een aantal ervaringen en experimenten in de afgelopen jaren in verschillende landen, zoals de Amerikaanse staten, Duitsland en andere landen, waardoor er gewoon meer empirisch materiaal beschikbaar is over wat er gebeurt bij een verhoging van het minimumloon in bepaalde omstandigheden. Dat heeft ertoe geleid dat er inderdaad in een recente publicatie, die ook de basis zal zijn voor de doorrekening van verkiezingsprogramma's, veel minder negatieve effecten worden genoemd van die verhoging van het minimumloon op de werkgelegenheid. Dat zit nu inderdaad in de modellen.

De heer **Knot**:

In deze volgorde heb ik het privilege om het grotendeels met de heer Hasekamp eens te kunnen zijn. Het belangrijkste is eigenlijk dat alles wat te maken heeft met fiscaliteit en met waar belastingen wel of niet moeten neerslaan, natuurlijk hoogst politiek is. Ik denk dus dat onze rol meer is het ordenen van feiten en argumenten, want het is uiteindelijk uw keuze waar u de lastendruk wil laten neerslaan. Ik ben het wel eens met de heer Hasekamp dat, als je naar de feiten kijkt, de belasting op kapitaal in Nederland internationaal gezien beperkt is ten opzichte van andere landen. En ik denk ook dat, als je de totale koek verdeelt en kijkt waar de belasting vandaan komt, het aandeel dat komt uit de vennootschapsbelasting ook structureel aan het dalen is. Het beschouwen van de inkomstenbelasting als een soort restpost waar de begroting mee dichtgemaakt moet worden, heeft geleid tot meer belasting op inkomen en dat is verstorend op de arbeidsmarkt. Dat is gewoon zonder meer waar. Er is altijd veel weerstand tegen btw, omdat die weerstand ook goed georganiseerd is enzovoorts, maar uiteindelijk is ook btw een minder schadelijke belasting dan inkomstenbelasting, zou ik durven zeggen. Dus vanuit economische efficiëntie is er best iets voor te zeggen om minder lastendruk op inkomen te willen hebben.

Sowieso zie je een aantal vreemde dingen als je naar het bedrijfsleven in Nederland kijkt. Aan de ene kant zie je hoge winsten en grote besparingen, maar tegelijkertijd ook hoge schulden, zoals u in ons OFS heeft kunnen zien. Waarom heeft een sector hoge besparingen en hoge schulden? Dat doet dan toch vermoeden dat er ergens in de fiscaliteit wat prikkels zitten om de balans op te blazen. In box 2 lenen dga's 55 miljard aan zichzelf in plaats van dat als winst uit te keren. Dat zijn de cijfers van 2016, de laatste cijfers die ik heb gezien, maar toch. Waarom, hoor ik nu vragen. Ik denk dat dat iets te maken heeft met fiscale prikkels. Daar gaat u over. Ik bedoel, de fiscaliteit is de optelsom van de belastingplannen die u elk jaar heeft goedgekeurd.

Ik denk dat er voldoende aanleiding is om heel kritisch naar ons belastingstelsel te kijken. De laatste grote herziening is ook bijna twintig jaar geleden. We weten dat het zo werkt dat er na een grote herziening allemaal kleine, kleine, kleine aanpassinkjes komen, waardoor het stelsel toch langzamerhand aan coherentie en aan helderheid verliest. Ik zou er dus zeker voor willen pleiten om daar toch nog eens integraal naar te gaan kijken: waar willen we eigenlijk in Nederland belasting heffen? Wat nog niet genoemd is, zijn groene belastingen. Daar wil ik hier toch ook even een pleidooi voor houden. We zullen toch op een of andere manier ook de prikkels moeten gaan geven om te verduurzamen. Daarvoor werken belastingprikkels ook zeker heel erg goed, denk ik. Dan waren er nog vragen over het mkb. Kijk, het ingewikkelde is dat wij moeten proberen om in alle maatregelen onderscheid te maken tussen in de kern gezonde en in de kern niet of minder gezonde bedrijven. Dat is natuurlijk verdraaid lastig. Dat is niet iets wat je meteen ziet: o ja, jij wel, maar jij niet. Dat maakt ook dat regelingen die op deze criteria gebaseerd

zijn, administratief niet makkelijk zijn en dus een bepaald proces moeten doorlopen. Dat hebben we ook bij de banken gezien. Er waren toch aanzienlijke aanlooptijden nodig voordat die regelingen allemaal up to speed waren. Die zombiebedrijven zijn interessant, omdat daarover ook tegenstrijdig onderzoek is. Er is overeenstemming over het feit dat er veel zombiebedrijven zijn en dat het aantal zombiebedrijven ook in de meeste Europese landen, waaronder Nederland, sterk is gestegen in de afgelopen jaren. De OECD heeft er met name heel veel onderzoek naar gedaan. Er is verschillend onderzoek naar de vraag of de lage rente daarin nou een bepalende factor is geweest. Er was recent weer een NBER-onderzoek dat wel suggereerde dat de lage rente een factor was. Vorig jaar was er een aantal onderzoeken, ook vanuit de ECB, dat de lage rente daarbij niet een factor zou zijn. Het is gewoon moeilijk om dat aan te tonen, maar het is zonder meer duidelijk dat er op dit moment een hoger percentage zombiebedrijven is dan een aantal jaren geleden. Dat drukt de productiviteit, dus dat vergroot nog eens een keer het probleem dat wij hebben met de productiviteit.

Mevrouw Van Geest:

Ik heb twee beperkte aanvullingen. Ik denk dat de kans om meer belasting te heffen op kapitaal wel toegenomen is in het huidige internationale klimaat. Vroeger was natuurlijk ook een van de redeneringen dat kapitaal vluchtig is en zich makkelijk kan verplaatsen, en was belastingontwijking een punt. Op dat terrein zie je internationaal een beweging, die Nederland ook meemaakt. Dat biedt ook kansen en maakt sommige beperkingen die mensen in het politieke debat hebben ervaren om hierop te acteren minder pregnant. Dus doe je voordeel ermee.

Bij het mkb zou ik zeggen: een van de dingen die mij wel opviel uit de stukken is dat een aantal van die bedrijven natuurlijk niet begon in een goede conditie toen de coronacrisis uitbrak. Er is ook een aantal bedrijven dat het alleen heeft volgehouden omdat ze op de top van de hoogconjunctuur zaten in Nederland. Dan krijg je een neergang en is een aantal bedrijven eigenlijk in de kern niet levensvatbaar. Die bedrijven gun je eigenlijk dat ze geen krediet krijgen en dat je dan ook nee zegt als bank. Ik gun eigenlijk ook de banken wel dat u hen niet verwijt dat ze die kredieten niet geven en dat u ook begrijpt dat dat uiteindelijk op de korte termijn heel pijnlijk is maar op de lange termijn eigenlijk in het belang is van deze bedrijven. Iemand vroeg: wat moeten we niet doen? We moeten niet mensen dwingen krediet te geven of dwingen krediet op te nemen als dat uiteindelijk niet past bij de gezondheid van je bedrijf. Dan is de uitdaging natuurlijk om te kijken naar bedrijven die in de kern wel levensvatbaar zijn maar toch solvabiliteitsissues hebben en of je daar dan toch iets intelligents voor kan vinden, met iets meer risicodelende participatie van de overheid, waarbij in de opswing de overheid meeprofiteert maar in de downturn dan niet gelijk met de knoet langskomt. Het is ingewikkeld, maar er zijn voorstellen, van de heer Boot bijvoorbeeld, die inspiratie kunnen bieden op dat terrein.

De voorzitter:

Ik ga naar de heer Slootweg. Ik probeer dit themagewijs aan te pakken.

Mevrouw Aukje de Vries (VVD):

Voorzitter, mijn vraag is nog niet beantwoord.

De voorzitter:

Wacht even. Ik heb gezegd dat ik probeer het themagewijs aan te pakken. Dat was een leuke poging, maar dat gaat qua tijd niet werken. Dus ik geef nu één lid het woord. Die stelt een vraag en eventueel een vervolgvraag, en that's it. Dat is de enige manier om alle leden aan het woord te kunnen laten met hun eigen vraag, hoe jammer het ook is en hoe graag iedereen

ook wil praten. Dus mevrouw De Vries heeft straks nog de kans om een vraag te stellen. De heer Slootweg.

Mevrouw **Aukje de Vries** (VVD):

Mijn vraag is gewoon niet beantwoord. Ik vind het allemaal best, maar wat heeft het dan voor zin als je een vraag stelt en die wordt niet beantwoord?

De **voorzitter**:

Ik kan even kijken. Is de vraag niet beantwoord?

Mevrouw **Aukje de Vries** (VVD):

Mijn vraag was wat je nu zou kunnen doen. Het gaat mij niet om de langere termijn. Alle vergezichten over fiscale stelsels zijn prima, maar mijn vraag ging erom wat je nu vooral niet zou moeten doen voor de bedrijven die wel in de basis gezond zijn. Dan heb ik het niet over de banken, maar over beleidsmaatregelen om die bedrijven door die crisis heen te helpen. Wat zou je vooral niet moeten doen en wat zou je vooral wel moeten doen? Ik heb geen vraag over banken gesteld. Het ging mij vooral om wat de overheid zou kunnen doen.

De **voorzitter**:

Het ging mij vooral over besteedbaar inkomen, want dat was het thema. Nog iemand daarover?

De heer **Knot**:

Ik wil wel kort antwoord geven. Ik denk dat wat de overheid op dit moment aan het doen is, helemaal niet zo gek is. Dus verregaande garanties, maar net geen 100%, zodat de bank nog steeds een prikkel ervaart om toch éven te kijken: is dit geen verliesfinanciering, is dit geen insolvable of niet in de kern gezond? Maar de overheid pakt een ontzettend groot deel van het risico op dit moment weg met die garanties. Eerlijk gezegd denk ik niet dat je op dit moment heel veel anders kunt doen. Als je in de situatie komt dat je weer moet nadenken over een verlenging, moet je denk ik nog meer prikkels inbouwen op dat onderscheid tussen in de kern gezond en niet in de kern gezond, omdat de lengte van de crisis dan zelf van invloed gaat zijn op de vraag of iets wel of niet in de kern gezond is. De 1,5 meter afstand, waar we over van mening kunnen verschillen hoelang die nog met ons is, is natuurlijk wel een factor. Ruimte wordt een factor, ook als productiemiddel, zou ik haast willen zeggen. Ik ben het helemaal met mevrouw Van Geest eens dat we moeten proberen om dat onderscheid strak te maken, want op de lange termijn is het denk ik een deel van het succes van een economie dat je wel herstructureert en bereid bent om de bokken van de schapen te scheiden.

De **voorzitter**:

De heer Slootweg.

De heer **Slootweg** (CDA):

Dank u wel, voorzitter. Ik wil een beetje aanhaken bij iets wat al eerder langs is gekomen. Ik ben nog een beetje aan het bekomen van de schrik dat we over 50 jaar weer op het niveau van ongeveer 45% terug zouden moeten komen. Ik zou niet weten of er tussendoor niet nog een keer schokken komen. Maar ik begrijp, zo te horen, dat men er aan de overkant heel erg optimistisch over is. Ik ben wat prudentier.

Mijn vraag gaat over het huidige programma. Het kabinet heeft een aantal maatregelen genomen om de schok zo min mogelijk diep te maken. In de komende periode zou het verstandig zijn om de automatische stabilisatoren te laten werken en om te kijken of je investeringen naar voren kan schuiven. Ik zie dat men in Duitsland nu ook al andere stimuleringsmaat-

regelen probeert te nemen, bijvoorbeeld een tijdelijke verlaging van de btw. Hoe wordt daar tegenaan gekeken? Kan je de economie daarmee ook wat stimuleren, waardoor je ook weer wat sneller uit het economische dal kan kruipen? Welke maatregel, behalve zo'n tijdelijke btw-verlaging, zou zich daarvoor lenen?

De heer **Hasekamp**:

Het voordeel van dit soort tijdelijke lastenmaatregelen – er zijn er ook een aantal in Nederland geweest in de vorige crisis – is dat je ze snel kan doorvoeren. Dat is makkelijker dan het aanleggen van een nieuwe snelweg of een spoorlijn, als je dat zou willen. Dus het kan snel; dat is het voordeel. Maar de andere kant daarvan is of het effectief is en of het niet heel erg duur is in verhouding met wat je ervoor terugkrijgt.

In de economie van dit moment zie je dat er na de aanbodschock ook vraaguitval is. Dat komt niet zozeer omdat de producten te duur zijn – met een btw-verlaging kan je zaken tijdelijk wat goedkoper maken – maar omdat iedereen, zoals wij met een vaste baan en een veilig inkomen, gewoon even op zijn geld blijft zitten en dat geld, ondanks dat de rente 0 is, op de bank laat staan. Je ziet dat de consumptie op dit moment instort, in alle landen, maar ook in Nederland. Dat komt niet door massale werkloosheid, want de overheid heeft die inkomens gesteund, maar dat komt door een soort verzorgsgedrag. Mensen geven hun geld even niet uit, voor een deel misschien omdat ze het niet kunnen uitgeven – dat zijn die aanbodbeperkingen, zoals de vakanties die niet zijn doorgegaan – maar voor een deel ook omdat ze ervoor kiezen om dat even niet te doen. Dat vertrouwen moet weer worden hersteld, maar of een btw-verlaging het instrument is dat daar het best bij aangrijpt, daar heb ik mijn twijfel over.

Mevrouw **Van Geest**:

Mijn suggestie zou in ieder geval zijn om maatregelen te nemen die bijdragen aan wat je op langere termijn zou wensen. Ik zal het pleidooi van de heer Knot niet herhalen, maar een btw is wel de minst versturende belasting. Het zou niet mijn route zijn om die te verlagen, nadat je trouwens ook best wel wat pijn hebt gehad om die te verhogen. Ik denk dat je met lastenverlichting voor gezinnen waarschijnlijk het risico loopt dat mensen dit inderdaad gaan sparen, dus je kunt het toch beter zoeken in het versnellen van investeringen of iets dergelijks, of in het doen van uitgaven die je misschien op termijn ook wel verstandig vindt. Als je meer wilt doen aan scholing: this is the moment, zou ik zeggen. Maar denk vooral aan waar je uit wilt komen, en haal dat dan naar voren, in plaats van dat je denkt «dit kan snel» terwijl het eigenlijk niet bijdraagt aan je langetermijnoplossingen. Een btw-verlaging is dan niet het meest aangelegen, los van het feit dat dit in Nederland in de praktijk altijd minder snel lijkt te gaan dan je denkt. Dat staat me nog bij van een vorig leven.

De heer **Sneller** (D66):

Ik wou even terug naar een van de redenen waarom deze traditie in het leven is geroepen, de bankenbuffers. De banken stonden er aan het begin van deze crisis goed voor, althans, zo hoor je. Tegelijkertijd hebben DNB, SSM en ook de Europese Commissie gezegd dat ze alle eisen weer verder gaan verlagen. Ik kan dat zo moeilijk met elkaar rijmen. Misschien kunnen de heren Hasekamp en Knot ook op elkaar reageren. De heer Knot laat in zijn stresstest eigenlijk zien dat het er allemaal best goed voor staat en dat dit ook blijft onder best wel zware aannames. Tegelijkertijd zegt de heer Hasekamp dat het toch relatief lage buffers zijn. Kan daar iets meer gevoel bij worden gegeven?

De **voorzitter**:

Kunt u op elkaar reageren? De heer Knot.

De heer **Knot**:

Wat ik net over de overheidsfinanciën heb gezegd, geldt in feite natuurlijk ook voor de bankenbuffers. Als je de bankenbuffers nu nog niet zou kunnen gebruiken, dan is ook daar de vraag waarom je banken dan bankenbuffers laat aanhouden. We hebben de eisen die we verlaagd hebben, alleen maar tijdelijk verlaagd. De Nederlandsche Bank heeft daar in ieder geval heel duidelijk het statement bij gemaakt dat wij eigenlijk vanuit going concern, vanuit de langere termijn, comfortabel waren met de eisen zoals ze waren. Als je bijvoorbeeld naar de leverage ratio's in Nederland kijkt, zitten we nog niet heel hoog. Daar zou dus best nog iets te winnen zijn geweest enzovoorts. De eisen die we verlaagd hebben, zijn met name de macroprudentiële buffers geweest, die in zekere zin aangelegd zijn om ze contracyclisch te kunnen gebruiken. Ze worden opgebouwd in de goede tijden, zodat je ze kunt vrijgeven in de minder goede tijden. Maar nogmaals, het zijn tijdelijke maatregelen. Dat hebben we er ook duidelijk bij gezet. We zijn vast voornemens om die buffers weer te herstellen, als het straks weer beter gaat. Ik vind eerlijk gezegd dat het systeem zich nu aan het bewijzen is. Dit is zoals het systeem zou moeten werken.

Helaas moet ik er eerlijk bij zeggen dat we nog niet waren waar we hadden willen zijn, in termen van opbouw. We hadden liever al een nog grotere contracyclische buffer opgebouwd gehad, zodat we nu misschien nog meer buffer hadden kunnen vrijgeven. Waarom is dat in de afgelopen jaren niet gebeurd? Dat is omdat de systematiek van de contracyclische buffer voorschreef dat je dat ging doen op het moment dat je kredietverlening heel snel zou toenemen, maar dat heeft die in Nederland nooit gedaan. We moeten dus naar een ander denken over de contracyclische buffer toe, waarin we gewoon zeggen dat de neutrale waarde van dat ding zelfs zonder kredietverlening niet nul moet zijn, maar bijvoorbeeld twee of drie. In goede tijden moet je dan daarboven gaan, zodat je die contracyclischeiteit nog meer kunt gebruiken.

Ik zie het dus niet zozeer strijdig. Ik denk ook dat de opmerking van de heer Hasekamp – maar dat mag hij straks zelf bevestigen – meer over de leverage ratio ging. Want wij hebben in Nederland altijd de dichotomie dat we risicogewogen hele hoge ratio's hebben en dat we ook grote hypotheekportefeuilles en lage risicogewichten hebben. En dat leidt tot beperkte hefboomratio's, leverage ratio's.

De heer **Hasekamp**:

Reagerend en aanvullend op de heer Knot: dit laatste is juist. Wij laten in ons plaatje in het rapport natuurlijk zien dat de leverage ratio eigenlijk nog maar beperkt is gestegen. Ik heb er in de presentatie ook bij gezegd dat het echt een ander beeld is, als je risicogewogen kijkt.

Is dat dan genoeg? Kijk, in de financiële risicorapportage zeg je iets over de resterende risico's. Het is natuurlijk altijd de vraag wanneer de buffers hoog genoeg zijn. Ik denk dat de heer Knot daar verstandige dingen over zegt. Het opbouwen van buffers is natuurlijk ook iets wat tijd en geld kost, letterlijk, en waar ook gevolgen aan verbonden zijn. In zo'n periode is er gewoon minder kredietverlening mogelijk door degene die de buffers aan het opbouwen zijn. Je zult zaken altijd tegen elkaar af moeten wegen. Maar het is inderdaad zo dat we niet, zoals DNB, een stresstest hebben gedaan voor financiële instellingen en het bankwezen. Maar als je de klap ziet in de reële economie, zijn er nog steeds risico's dat die op een gegeven moment ook kan overslaan naar de financiële sector. Dat leert ons, denk ik, dat je in de toekomst verder zou moeten kijken naar wat voldoende buffers zijn, vooruitlopend op dit soort crisissituaties.

De **voorzitter**:

Dat leidt weer tot een reactie van de heer Knot.

De heer **Knot**:

Ik wil alleen maar even iets toelichten. Ik zei dat het systeem werkt zoals het moet werken. Laat ik even weer teruggaan naar onze stresstest en dat zware scenario pakken, van – 11,8 dit jaar, plus twee komma nog iets volgend jaar en plus twee komma nog iets in 2022. Dan verliezen de banken dus een derde van hun kapitaal, in termen van kernkapitaalratio. Maar omdat ze dat als excesbuffer boven de minimumeisen meer dan hadden, laat onze test zien dat ze dat eigenlijk gewoon kunnen laten gebeuren zonder noemenswaardige effecten op de kredietverlening. Dat is volgens mij het doel. Daarom wil je buffers hebben. Je wil buffers in het bankwezen hebben. Daardoor is er voldoende schokabsorberend vermogen, zodat banken als die schok zich voordoet, niet gedwongen worden om te knijpen op de kredietverlening. Want als ze gedwongen worden om te knijpen op de kredietverlening, dan krijg je natuurlijk tweede-orde-effecten. Dan gaat die kredietverlening terugslaan op de economische groei en dan krijg je een neerwaartse spiraal. Die probeer je te voorkomen. Natuurlijk kun je een hoeveelheid stress bedenken – vandaar dat tweede scenario – waarbij je zelfs dat niet haalt. Maar je kunt banken ook niet voor alle ellende in de wereld kapitaliseren. Dat is ook niet efficiënt.

De **voorzitter**:

De heer Sneller heeft een korte vervolgvraag.

De heer **Sneller** (D66):

Dit vind ik heel vertrouwenwekkend. Tegelijkertijd is de signaalwerking van «we gaan eisen uitstellen om hypotheek goed mee te nemen in die risicowegingen, we gaan de buffereisen uitstellen, vanuit de Europese Commissie wordt de CRR aangepast» juist tegenovergesteld. Dat geeft juist het tegenovergestelde gevoel, namelijk: pas op, we moeten meer ruimte geven aan die banken, want die buffers zijn nu niet hoog genoeg.

De heer **Knot**:

Het zal ervan afhangen. Bij het basispad of het severe scenario uit de stresstest is het achteraf verantwoord gebleken. Als er een nog veel grotere schok komt en ooit het dilemma op tafel komt van «moet de overheid toch niet de banken steunen om de kredietverlening op gang te kunnen houden?» dan kun je achteraf de vraag stellen of je die buffers wel had moeten vrijgeven. Dat is een faire vraag. We hebben op dat moment de taxatie gemaakt op basis van de kennis van toen. Zelfs op basis van de kennis van nu zou ik die nog steeds op deze manier maken. Maar het is een kwestie van het afwegen van het ene risico tegen het andere. Nogmaals, op basis van onze huidige vooruitzichten is dit verantwoord. Zelfs als de vooruitzichten nog een forse tik omlaag gaan krijgen, is het nog verantwoord geweest. Als de vooruitzichten twee forse tikken omlaag krijgen, dan komt er een moment dat ook de banken door de buffers heen zullen zijn.

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

Voorzitter. Ik wil nog even aanhaken bij de btw-kwestie. Ik had gehoopt daar mondelinge vragen over te mogen indienen, maar dat kreeg niet de zegen van het presidium. De vraag is namelijk niet of er een algemene verlaging moet plaatsvinden of dat ze in Duitsland heel dom zijn om de btw te verlagen; de vraag is of sectorgewijze of productgewijze verlaging van de btw kan helpen bij het overleven van een aantal bedrijven. Maar de andere kant is dat als dat leidt tot prijsverlaging... Ik maak me er zorgen over dat er weer 600 miljard bij is geplust door de ECB, waarbij angst voor deflatie als reden werd genoemd om de ECB deze impuls te laten geven in

de liquiditeit. Ik zou van de hier aanwezigen graag een reactie willen hebben op de vraag hoeveel inflatie wij dit jaar, komend jaar en het jaar daarop verwachten, terwijl er zo veel geld in wordt gepompt, maar we tegelijkertijd een crisis hebben.

De heer **Knot**:

Voordat we corona ingingen, was het inflatiebeeld al niet heel riant. Het leek erop dat we gewoon in een 1%-inflatieregime zitten. Dat is weliswaar compatibel met onze definitie van prijsstabiliteit, een inflatievoet onder de 2%, maar het is niet compatibel met het inflatiestreven dat we ook hanteren, namelijk dat we graag zo dicht mogelijk bij de 2% willen zitten. Dat was al voor corona. Vervolgens komt de coronaschok. Dat is zowel een vraagschok als een aanbodschok. De vraagschok werkt negatief op de inflatie en de aanbodschok zou positief op de inflatie kunnen werken. De vraagschok zal domineren op de korte termijn. Dat weten we volstrekt zeker, want de vraagschok doet zich gewoon nu voor, en dat betekent dat we straks een enorme outputgap zullen hebben. Kijkt u naar onze ramingen: we zijn in 2023 misschien terug op het niveau van de groei van zeg maar 2019. Het gaat dus een paar jaar duren voordat er überhaupt weer sprake is van volledige bezetting, capaciteitsbenutting en daardoor prijsdruk vanuit dat kanaal. Voorlopig zal het inflatiebeeld dus verder naar beneden moeten worden bijgesteld. Precies dat hebben we vorige week gedaan. Er zijn ramingen van de ECB gekomen, waarbij het toch al niet zo riante inflatiebeeld nog verder naar beneden is bijgesteld. En naast het basispad kijken we ook altijd naar de hele verdeling van verwachte inflatie-uitkomsten.

Wat inderdaad licht oncomfortabel voor ons is, is dat het deel van de verdeling dat inmiddels onder nul zit, dus wat we deflatie noemen – niet per se economisch gezien deflatie, maar statistisch gezien wel – weer zienderogen toeneemt, op een oncomfortabele manier. Deflatie is voor ons niet compatibel met prijsstabiliteit, daar zijn we heel duidelijk over geweest. Het moet gaan om een positieve inflatievoet. Dat is de reden geweest om met een maatregel te komen om het pandemieopkoopprogramma met 600 miljard te vergroten. In algemene zin: u weet dat ik in het verleden weleens wat kanttekeningen heb gezet bij aankoopprogramma's. Maar niet als het gaat om een crisisbeheersingsdoel. Dan geloof ik echt dat obligatieopkopen zeer effectief zijn. Kijkt u even naar de marktonrust die er in maart was rondom de spreads. Zodra we dat opkoopprogramma hebben opgestart, zijn de spreads er eigenlijk in gekomen, en dat is ook belangrijk. Want dat zou echt een deflator scenario zijn, op het moment dat er weer twijfel zou komen over de integriteit van de eurozone enzovoorts. Dus het voorkomen van deflatierisico's staat wel degelijk hoog op onze agenda, en terecht. En obligatieaankopen, zeker in een crisisperiode, kunnen daar een effectief middel voor zijn. Daarom hebben wij daar vorige week 600 miljard aan toegevoegd.

De heer **Hasekamp**:

Hoeveel inflatie verwachten we? Op die vraag krijgt u volgende week, als we met onze juniraming komen, een heel precies antwoord, tot achter de komma. Maar ik kan wel alvast zeggen dat ik het beeld herken dat de heer Knot op dit punt schetst. In de komende jaren zal toch naar verwachting de vraagschok dominant zijn. Je ziet natuurlijk ook dat de ontwikkeling van de cao-lonen op dit moment stukt. Die zaten in de lift, maar op dit moment worden er heel weinig nieuwe cao's afgesloten, dus ook vanuit de lonenkant zal de druk op de prijzen... Dat is ook logisch: in een situatie waarin de arbeidsmarkt onder zo'n druk staat, zal die druk op de prijzen neerwaarts zijn.

De andere twee vragen gingen om te beginnen over de gerichte btw-verlaging. Daarbij kan ik vooral aansluiten bij mevrouw Van Geest. Volgens mij leert de geschiedenis dat je dit soort maatregelen alleen moet

nemen als ze ook echt op lange termijn een zinvolle aanwending van je geld zijn. Ik zeg het toch maar eventjes vanuit mijn vorige functie als ambtelijk verantwoordelijke voor fiscaal beleid: met het knoeien met de btw en het proberen daarmee gedrag te sturen zijn de ervaringen in Nederland en breder in de wereld niet heel gunstig. Op termijn denk ik dat een casus te maken is dat de btw een relatief weinig versturende belasting is. Tijdelijke maatregelen hebben ook weleens de neiging om permanent te worden. Dat is een valkuil, zelfs bij dit soort goedbedoelde tijdelijke maatregelen.

Aangaande het beleid van de ECB in deze crisis kan ik het alleen maar volmondig eens zijn met de heer Knot: ik denk dat het positieve van de afgelopen drie maanden is geweest dat monetaire en begrotingsautoriteiten heel erg snel en heel erg ruimhartig hebben gehandeld om een veel ergere liquiditeitscrisis en financiële crisis te voorkomen. Dat is tot nu toe goed gelukt.

De voorzitter:

De heer Van Otterloo nog met een korte vervolgvraag.

De heer Van Otterloo (50PLUS):

Ja, een korte vervolgvraag. Ik kan dus de conclusie trekken dat ze in Duitsland niet wijs bezig zijn geweest met hun voorstel, terwijl ik denk dat daar dezelfde argumenten op tafel liggen om het wel te doen, om daarmee bedrijven door de crisis heen te helpen. Ik kan me voorstellen dat bij de horeca een tijdelijke verlaging van de btw ervoor zorgt dat een aantal bedrijven de crisis wél doorkomen, die de crisis anders niet zouden zijn doorgelopen gezien de langere termijn waarbinnen er vraaguitval heeft plaatsgevonden.

De heer Hasekamp:

Ik moet eerlijk zeggen dat ik het Duitse steunpakket niet in de volle breedte en samenhang heb bekeken. Het is altijd afhankelijk van wat je verder doet. Nederland heeft, denk ik, een ruimhartig steunbeleid op veel terreinen, inclusief de horeca. Ik denk dat de horeca op dit moment meer last heeft van de 1,5 meter en het feit dat mensen soms bang zijn om te consumeren, dan van een prijsverschil in de orde van grootte van een paar procent dat je zou kunnen bereiken met een btw-maatregel. De btw heeft al een verlaagd tarief voor grote delen van wat er in de horeca wordt geconsumeerd.

De heer Alkaya (SP):

Ik had precies dezelfde vraag als de heer Sneller, maar het antwoord van de heer Knot stelde mij eigenlijk totaal niet gerust. Het tegenovergestelde is waar, zou ik willen zeggen. Er wordt namelijk gedaan alsof de leverage ratio's en de contracyclische buffers andere dingen zijn, alsof je die contracyclische buffers opbouwt, alsof je een soort spaarkas hebt, en die vervolgens kunt uitgeven. Maar het komt er natuurlijk op neer dat je, gegeven wat er op de balans staat, tijdelijk meer risico's kunt nemen en dus meer krediet kunt uitgeven, maar dat daartegenover niets staat, dus dat de risico's toenemen. Dat is dus een uiterst riskante maatregel. Mijn vraag aan de heer Knot is of dit eerder is geprobeerd. Volgens mij niet. Volgens mij zijn de manieren waarop we die contracyclische buffers zijn gaan zien, na de vorige crisis ontstaan, met Basel III of 3,5. Wat is jullie mandaat geweest om dit uit te voeren? Is dit een beslissing geweest van de Minister? Wie kunnen we hier straks op bevragen als dit fout gaat? Als ik hoor dat er straks misschien toch weer directe steun aan de banken moet komen, dan maak ik me wel zorgen. Dan heeft deze maatregel de risico's niet verkleind, maar juist vergroot. Wie kunnen we daar dan straks op aanspreken?

De heer **Knot**:

Nou, u zult mij daarop moeten aanspreken, want dit is een beslissing die wij als De Nederlandsche Bank, als macroprudentiële autoriteit in Nederland, hebben genomen. Het is een beslissing die valt binnen ons mandaat. Als dat mandaat u niet bevalt, kunt u daar de Minister op aanspreken. Dan kunt u hem naar Brussel sturen om te proberen de Europese richtlijnen op dit terrein aan te passen. Maar ik denk dat het vruchtbaarder is als we toch proberen wat misverstanden hierover weg te nemen. Wat betekent het vrijgeven van een contracyclische buffer nou? Ik heb zojuist gezegd dat de ratio's in de huidige situatie 16,5 waren. Dit is even hypothetisch, hè? Stel dat de minimumeis 13% was. Een bank heeft dan 3,5% buffer boven de minimumeis. Daar kan hij mee spelen. Als je dan zegt «ik geef 2% buffer vrij», dan blijft die 16,5 gewoon 16,5, maar dan verlaag je – in mijn voorbeeld – de 14 naar 12, zodat de bank gewoon meer ruimte heeft om, wanneer de risicograad van zo'n kredietverlening toeneemt, die 16,5 langzamerhand te laten zakken. Want die 16,5 is natuurlijk gewoon een ratio van het aanwezige kapitaal ten opzichte van een maatstaf voor het risico dat in de noemer zit. Er gaat dus geen euro de bank uit. Het is alleen een andere manier om naar de risicoboekhouding van de bank te kijken. Je geeft de bank dus de ruimte om niet te zakken tot 14 – in mijn voorbeeld – maar om te zakken tot 12. Daarmee kun je inderdaad, zoals onze stresstest laat zien, een groter negatief scenario opvangen zonder dat de bank op de rem hoeft te trappen bij de kredietverlening. Dat is het type afweging dat ten grondslag ligt aan de contracyclische buffer. Als die afweging u niet bevalt, dan moet u ervoor zorgen dat deze contracyclische buffer uit het regelgevingsraamwerk wordt gehaald, want daarvoor is hij bedoeld.

De heer **Alkaya** (SP):

Maar dit gaat natuurlijk effect hebben in de reële economie op het moment dat banken daadwerkelijk gebruik gaan maken van die ruimte. Daar is het voor bedoeld. Ik maak me zorgen om het feit dat we doen alsof het geen effect zou hebben op de leverage ratio's, maar in feite hebben we het over hetzelfde, want die gaan ondertussen ook omlaag. Wat ik me dan afvraag, is of we met die leverage ratio's door dit soort maatregelen niet te dichtbij het niveau komen dat we voor de kredietcrisis ook hadden. Is dat dan niet een enorm risico dat De Nederlandsche Bank heeft genomen?

De heer **Knot**:

De leverage ratio heeft een bindend minimum van 3%. Daar komen we niet bij in de buurt, want gelukkig zitten we in Nederland hoog. Dat komt mede omdat het vorige kabinet De Nederlandsche Bank een eis van 4% had opgelegd. De banken zaten in de uitgangssituatie dus allemaal ergens tussen de 4% en de 5%. Natuurlijk zakt ook de leverage ratio als de kernkapitaalratio zakt, maar die kan nooit onder de 3% komen, want de 3% is, opnieuw, een hard minimum. Het is geen buffer, het is een minimum. Buffers kunnen meebewegen, maar minima kunnen niet bewegen. Als u buffers wilt omturnen in minimumeisen, dan heeft dat effect op de reële economie, want dat betekent dat zelfs al in het eerste scenario van de stresstest banken niet anders zouden kunnen dan op dat moment al de kredietverlening terugschroeven. Ze mogen immers niet onder de 14 zakken in mijn hypothetische voorbeeld, terwijl ik ze, door die buffer vrij te geven, toesta tot 12 te zakken. De cijfers zijn niet helemaal correct, want ze liggen iets lager – dit zijn hypothetische cijfers – maar het mechanisme wordt op deze manier hopelijk wel inzichtelijk. Het is dus juist om de effecten op de reële economie te voorkomen.

Mevrouw **Van Geest**:

Ik denk dat er een onderscheid is. Aan de ene kant heb je de vraag of je de mechanieken goed zou vinden kunnen werken. Ik denk dat de mechanieken hier wel op gebouwd zijn en het is de bedoeling in goede tijden wat meer bufferopbouw te hebben zodat je in slechte tijden niet gelijk op de rem hoeft te staan, want juist in slechte tijden hebben bedrijven natuurlijk behoefte aan krediet. Het is dus een logisch mechanisme. Aan de andere kant kunnen economen elkaar vaak wel de tent uit vechten over de vraag of je de mechanismes op het juiste niveau hebt gezet. Moet het op 3, 4, 5 of 10? Daar kunnen redelijke mensen goed over van mening met elkaar verschillen, althans dat vind ik zelf. Volgens mij is de logica dat je uitgaat van een niveau waarop je het deed en dat je dan die buffers laat vrijvallen. Ik vind het zelf wel mooi, of althans geruststellend, zeg ik dan maar tegen uw Kamer, dat deze afspraken wel gecompleteerd zijn met de afspraken dat je geen dividend mag uitkeren en geen aandelen mag inkopen. Er is dus wel gewoon geprobeerd om zo veel mogelijk kapitaal in de bank te houden of om althans de buffers zo goed mogelijk te handhaven en dat je het geld dat je krijgt, gaat uitgeven aan kredietverlening, of dat je in ieder geval die ruimte gebruikt voor kredietverlening, en niet voor andere al dan niet goede doelen. Dat is de combinatie. In de ESRB is dat nog eens herhaald, volgens mij zelfs gisteren nog.

Mevrouw **Aukje de Vries** (VVD):

Voorzitter. Nog even terug naar het monetaire beleid. Ik begrijp op zich de uitleg dat de heer Knot nu achter deze lijn staat. Ik heb in het verleden het CPB weleens wat kritisch over het ECB-beleid en de effectiviteit daarvan gehoord. Misschien kan het CPB daar nog wat over zeggen. Ik denk dat ze geen ineffectief beleid voeren namelijk; dat zou niet slim zijn volgens mij. Mijn vraag aan de heer Knot is: wie profiteren hier nu eigenlijk het meest van en wie hebben er het meeste last van dit beleid?

Tot slot. We hebben afgelopen maandag uitgebreid gesproken over het Bundesverfassungsgericht en de uitspraak die daar gedaan is. Ik begrijp dat er inhoudelijk misschien niet al te veel over te zeggen is, maar misschien kan de heer Knot wel iets zeggen over het volgende. Stel nou dat de Bundesbank niet meer mee zou mogen doen. Over wat voor scenario's en wat voor gevolgen hebben we het dan?

De **voorzitter**:

Zullen we met de heer Hasekamp beginnen? Dan kan de heer Knot nadenken over het antwoord.

De heer **Hasekamp**:

Ik heb mij na mijn start nog niet volledig verdiept in alle CPB-publicaties uit het verleden, dus ook niet in die over het monetaire beleid, maar het is iets waar debat over te voeren viel en volgens mij ook gevoerd is, niet alleen door het CPB en andere economische instituten, maar ook binnen de ECB. Daar kan de heer Knot wellicht iets over zeggen. De vraag is natuurlijk of het beleid niet lange tijd te ruim is geweest en wat voor gevolgen dat gehad heeft. Ik voel me daar zelf niet helemaal op veilige grond. Ik geloof wel dat het CPB – maar wellicht kan mijn voorganger dat aanvullen – daar ooit over heeft gezegd: het effect van het monetair beleid op de rente is wellicht maar enigszins beperkt geweest. Je hebt wereldwijd natuurlijk ook een zekere onbalans tussen besparingen en investeringen, die in zichzelf ook de rente drukt. Maar veel verder dan dat durf ik op dit moment niet te gaan.

De **voorzitter**:

Eens even kijken of de voorganger van de heer Hasekamp dan de munitie aanreikt. Mevrouw Van Geest.

Mevrouw **Van Geest**:

Ik ga af op mijn geheugen, dat niet slecht is, maar ook niet perfect. Volgens mij is er ooit een keer onderzoek gedaan naar de effectiviteit van het monetair beleid. Het eerste dat we toen hebben gezegd, was: de rente is laag; dat komt eigenlijk door andere factoren dan het monetair beleid. Als we ongelukkig zijn met de effecten daarvan, is het dus goed om nog even vast te houden dat dat voor het grootste deel het gevolg is van het feit dat we met z'n allen vergrijzen. Dan is er specifiek gekeken naar het effect van het ECB-beleid. Daarvan was de conclusie dat die effecten beperkt waren en zich meer bij de groei lieten merken dan bij de inflatie. Dat is wel klassiek; dat zie je altijd bij monetairbeleidsonderzoeken. Maar het betekent wel dat je langs een loop loopt. Er is nog een ander onderzoek dat het CPB heeft gedaan. Er is heel veel onderzoek gedaan waarvan de strekking was: dit bewijst dat het werkt. Er is toen een technische discussie geweest over de vraag of je dat bewijs kon voeren op basis van dat type onderzoek. Dat is dus echt meer een discussie over econometrische techniek toegepast op dat terrein. Het zei dus niet «het werkt niet»; het zei «je kunt niet bewijzen dat het wel werkt». Dat even gewoon voor de scherpste. Misschien mag ik daar dan met mijn geheugen ophouden op dit punt.

De heer **Knot**:

Over effectiviteit: ik denk dat ik daarin door de jaren heen een tamelijk coherente positie heb opgebouwd. Ik geloof dat het beleid heel effectief is als crisisbeheersingstool. Daarmee bedoel ik dus een instrument om echt zwaar negatieve uitkomsten te voorkomen. Ik ben zelf sceptischer over de effectiviteit als het gaat over het finetunen van de inflatie op een bepaalde gepriekte waarde, zeg 1,9% of kort onder de 2%. Het bewijs waar mevrouw Van Geest aan refereert, is inderdaad counterfactual bewijs. Het ECB-beleid heeft dus wel een opwaarts effect op de inflatie gehad, niet omdat je die opwaartse inflatie ziet, maar omdat je zou kunnen beargumenteren dat de inflatie zonder dat beleid omlaag zou zijn gegaan. Daarvoor moet je dan een counterfactual hypothese gaan construeren. Dat is natuurlijk een modelwerkelijkheid, want de wereld heeft zich maar op één manier voltrokken, en dat is de manier waarop hij zich heeft voltrokken, die je observeert. Maar je kunt natuurlijk een modelmatige simulatie maken waarin je aantoont dat de inflatie zonder dit beleid nog verder omlaag zou zijn gegaan. Het CPB heeft een aantal methodologische vraagtekens bij deze methode gesteld. Dan de kosten en baten van het ECB-beleid. Verruimend monetair beleid is goed voor schuldenaren en minder goed voor schuldeisers. Het is dus goed voor debiteuren en minder goed voor crediteuren. Als u een hypotheek en een pensioen hebt, dan is het dus goed voor uw hypotheeklasten, maar niet goed voor uw pensioenaanspraken. Het is goed voor uw huizenprijs, want vaak leiden lage rentes ook tot het opstuwen van de waarde van allerlei beleggingen en activa. Een kosten-batenanalyse is daarom niet zo heel makkelijk te maken, want iedere burger is tegelijkertijd huiseigenaar, pensioengerechtigde enzovoort. Niet iedere burger heeft dat overigens allemaal, maar meerdere burgers hebben in ieder geval in meerdere dimensies te maken met het ECB-beleid. Stimulerend beleid leidt tot hogere groei en hogere werkgelegenheid. Dat betekent dus gewoon dat er meer inkomen wordt verdiend in een economie. Daar profiteert de Nederlandse economie netto ook van, denk ik. Maar als je het heel partieel bekijkt, als je bijvoorbeeld alleen maar naar de pensioenfondsen kijkt of alleen maar naar de verzekeraars... Ja, die hebben last van de lage rente.

Mevrouw **Aukje de Vries** (VVD):

Een korte verheldering. Het ging mij er ook om welke landen hier nu vooral van profiteren. Dat heb ik misschien niet zo expliciet gezegd, maar zijn er landen die daar meer van profiteren dan andere landen in Europa?

De heer **Knot**:

Dat is heel moeilijk te zeggen omdat schulden en bezittingen niet gelijkelijk verdeeld zijn. Laten we bijvoorbeeld even een vergelijking maken tussen Nederland en Italië. Dat is een populaire vergelijking als ik zo de media volg. Nederland heeft weliswaar een lage staatsschuld, maar een hele hoge private schuld. Italië heeft een hoge staatsschuld, maar een hele lage private schuld. Als je bijvoorbeeld kijkt naar de spaarders, die last hebben van de lage rente, dan zijn dat vooral de Italiaanse gezinnen. Zij hebben daar heel veel last van, want zij hebben enorme deposito's op de bank staan. Dat kun je dus niet eenduidig zeggen. Als je kijkt naar de totale verschuldiging in de economie, heeft de Nederlandse economie als percentage van het bbp meer schuld dan de Italiaanse. Dat zou suggereren dat de Nederlandse economie meer profiteert van het ECB-beleid dan de Italiaanse, althans, als je huishoudens, bedrijven en overheid bij elkaar optelt. Nogmaals, er zijn allerlei interne herverdelingen die ook weer een rol spelen, waardoor dit ook niet altijd zo gevoeld wordt. Maar het is in ieder geval niet een onderwerp voor hele simpele waarheden. Daar wil ik in ieder geval wel voor waarschuwen.

Dan het Bundesverfassungsgericht. Ik kan mij niets voorstellen bij een opkoopprogramma zonder de Bundesbank; laat ik dat gewoon eerlijk zeggen. We zijn in 1999 overgestapt naar de euro omdat de Duitsers bereid waren om hun D-mark op te geven, die op dat moment het monetaire anker in Europa was. Om twintig jaar later te denken dat we een euro zouden kunnen hebben zonder de Bundesbank, is denk ik een misvatting. Er moet dus gewoon een oplossing komen. Ik denk ook dat die er kan komen.

De **voorzitter**:

Dan komen we bij de heer Van Dijck.

De heer **Tony van Dijck** (PVV):

Voorzitter. Ik schrik hier wel een beetje van. De heer Knot had ik altijd hoog zitten als criticaster van het opkoopprogramma, maar hij zit het hier de afgelopen tien minuten gewoon te verdedigen. Ik weet niet wie hem gehersenspoeld heeft, maar er is iets gebeurd, want ik heb nog nooit iemand horen praten met zo veel meel in de mond. Maar het zal wel. Ik hoor het u zeggen: de Nederlandse economie heeft meer geprofiteerd dan de Italiaanse. Dat terwijl het opkoopprogramma bedoeld is om de Italiaanse rente laag te houden. Met de staatsschuld van Italië zou die anders 8%, 9% zijn. Met andere woorden, hoe kunt u zeggen dat de Nederlandse economie profiteert? Onze pensioenfondsen staan allemaal op omvallen. Pensioenen worden gekort vanwege het ECB-beleid. En toch heeft Nederland meer geprofiteerd van het ECB-beleid dan Italië? U gelooft uzelf niet! Maar goed, lees het nog maar eens terug, want dit is niet mijn vraag.

(Hilariteit)

De heer **Tony van Dijck** (PVV):

Sorry, dit was niet mijn vraag!

De **voorzitter**:

Dit heeft niet het karakter van een gesprek, maar van een debat.

De heer **Knot**:

Meneer Van Dijck, u vereenzelvigd de economie met de overheid. De Italiaanse overheid profiteert meer dan de Nederlandse, maar de Nederlandse burger profiteert meer dan de Italiaanse. Als we die totale schuldniveaus afzetten als percentage van het bbp, zijn de totale schuldniveaus in Nederland hoger. Dan profiteert de Nederlandse burger

méér meer dan de Italiaanse. En de Italiaanse overheid profiteert meer dan de Nederlandse. Ik wil voor degenen die al in deze commissie zaten in herinnering roepen dat ik hier ook in 2012 heb gezeten en dat ik toen de Outright Monetary Transactions heb verdedigd. Dat is, opnieuw, het inzetten van het opkopen van obligaties als crisisbeheersingsinstrument, en niet als instrument om de inflatie op een precies cijfer te krijgen.

De voorzitter:

Ik ken de heer Van Dijck. Dit was zijn statement, en nu komt zijn eigenlijke vraag.

De heer Tony van Dijck (PVV):

Meneer Knot had er veel woorden voor nodig om zich te verdedigen. Maar goed, dit was niet mijn vraag. Ik maak mij er zorgen over – dat is serieus – dat al onze steunprogramma's gebaseerd zijn op hoop op een snel vaccin, op een korte dip, op even iedereen overeind houden en in leven houden. Nu zien we dat dit langer gaat duren, maar toch verlengen we het huidige steunprogramma met vier maanden. Dat is volgens mij ook goed, want wat moet je anders? Maar ik zie een duidelijke tendens, ook vanuit de ECB. Er wordt namelijk al over gesproken of we misschien niet aandelen moeten gaan aankopen. Ik hoor het de heer Knot net ook zeggen tussen neus en lippen door: misschien moeten we toch meer gaan kijken naar solvabiliteitssteun. Dat is staatssteun, dat is aandelen kopen van bedrijven. Als we een inkijkje krijgen voor na 1 oktober, is dat nu waar we heen gaan? Moet de overheid, om te voorkomen dat straks de helft van de bedrijven omvalt, overgaan op solvabiliteitssteun? Liquiditeitssteun betekent eigenlijk het blikje vooruitschoppen, maar de pijn is daarmee niet weg. Is dat nu waar we op afstevemen? Houden we het toch meer op liquiditeitssteun? Solvabiliteitssteun richting landen en bedrijven is natuurlijk een hele andere tak van sport.

De heer Knot:

Voor alle duidelijkheid: wat ik nu zeg, gaat over de overheden. Ik heb het echt niet over de ECB. Er is ergens een artikel verschenen over of de ECB ook niet aandelen zou moeten kopen enzovoort, maar dat is totaal nog niet besproken en totaal niet aan de orde op dit moment. Ik heb het nu even over de steun vanuit de overheden aan het bedrijfsleven. Met liquiditeitssteun koop je tijd. Dat was natuurlijk ook nodig omdat er een grote mate van onzekerheid heerst over hoe corona precies gaat uitwerken. Maar die onzekerheid neemt langzamerhand wel af. Langzamerhand lijkt het virus wat meer onder controle te komen. Misschien komt er een vaccin of in ieder geval een medicijn. We hebben meer testmateriaal, waardoor we misschien toekomstige uitbraken sneller kunnen immuniseren en lokaliseren, met minder economische schade. Als de situatie economisch gezien zich wat meer normaliseert, kun je iets beter het onderscheid weer gaan maken of het liquiditeitssteun moet zijn voor een bedrijf of dat een bedrijf structureel een probleem heeft in de nieuwe, dan wat meer gestabiliseerde omgeving post-corona. Dan kun je inderdaad meer expliciet de vraag stellen – dat is een vraag voor de overheid, die ik niet voor haar kan beantwoorden – of je die bedrijven de moeite waard vindt om te behouden voor Nederland. Dat is een volstrekt politieke vraag. Maar dan kan het zijn dat zo'n bedrijf er meer aan heeft om een aandeleninjectie te krijgen in plaats van steeds meer krediet die kant op te duwen, want dan wordt de hefboom groter, groter en groter, net als de bijbehorende rentelasten et cetera.

De voorzitter:

Meneer Van Dijck, volgens mij wil de heer Hasekamp eerst iets zeggen.

De heer Tony van Dijck (PVV):

O!

De heer **Hasekamp**:

Als dat mag natuurlijk!

Aansluitend: dit is natuurlijk altijd het dilemma bij dit soort steunmaatregelen. We hebben overigens hetzelfde gezien bij de afbouw van het ruime monetaire beleid: lukt het je ook weer om op een gegeven moment terug te gaan naar normaal? Dan heb ik het niet over het nieuwe normaal, maar over een écht normaal. Dat hangt inderdaad af van hoelang het gaat duren. In de basis is de hele ruime liquiditeitssteun die er geweest is, een zegen geweest. Die heeft een echt instorten van de economie en alle effecten van bedrijven die niet aan de verplichtingen kunnen voldoen, waardoor ook gezonde bedrijven vervolgens niet meer aan hun verplichtingen kunnen voldoen en de financiële sector besmet wordt, voorkomen. Dat is maar goed ook. Op een gegeven moment moet je die steun weer gaan afbouwen en moet de economie de gelegenheid krijgen zich aan te passen. De mensen die niet in de horeca werken, kunnen wellicht in bezorgdiensten gaan werken. Als je honderd procent zou steunen – dat doen we al niet – bevries je de economie in een stand waarin die niet kan blijven staan en waarin die ook nooit permanent staat, want ook in normale tijden gaan in de horeca voortdurend bedrijven failliet, stoppen bedrijven ermee en worden nieuwe bedrijven gestart. Dat geldt voor alle sectoren. Dus die normale dynamiek in de economie moet weer haar weg kunnen vinden en moet weer op gang kunnen komen. Dit betekent dat de overheid intelligent zal moeten blijven steunen zolang dat nodig is. Er zal een zekere mate van verschuivingen moeten zijn, zoals ook mevrouw Van Geest net zei. Het kan zijn dat je bepaalde bedrijven misschien wel per se wil behouden als je echt vindt dat die essentieel zijn als onderdeel van de economische waardeketen bijvoorbeeld. Dat moet je misschien doen op een manier waarbij je er als overheid weer van profiteert op het moment dat de economie aantrekt, dus bijvoorbeeld via equitymechanismen.

De **voorzitter**:

Een korte vervolgvraag van de heer Van Dijck.

De heer **Tony van Dijck** (PVV):

Liquiditeitssteun is uitstel van belastingen. Dat is geen afstel van belastingen, maar uitstel. Dat zijn overbruggingskredieten, meer kredieten met overheidsgarantie, betaalpauzes van banken. Ik bedoel: het is na 1 oktober niet weg. Dan krijg je die lasten dubbel voor je kiezen. Want dan opeens komt de Belastingdienst, die zegt: ik krijg nog zes maanden aan btw van jou. En dan komt de bank, die vraagt: hoe zit het met dat overbruggingskrediet? Dan vallen misschien die in de kern gezonde bedrijven alsnog om, omdat ze dan, behangen met schulden in die transitiefase, in november opeens de blauwe brieven, de telefoontjes van de bank en de deurwaarders aan de deur krijgen. Dat is natuurlijk niet de bedoeling, dat het uitstel van executie is. Dat moeten we zien te voorkomen. Pleit De Nederlandsche Bank er nu voor om bijvoorbeeld dat belastinguitstel kwijt te schelden, om maar een voorbeeld te noemen, of om nu al wat meer op solvabiliteitssteun in te zetten in plaats van tot 1 oktober vol op die liquiditeitssteun in te zetten?

De heer **Knot**:

Dat is niet onze rol. Dat moet de overheid zelf bepalen op dat moment. Praten over solvabiliteitssteun, dus niet over uitstel van belastingen maar over afstel van belastingen, directe subsidies of weet ik wat, is echt aan de overheid. Dat kan best verstandig zijn voor bepaalde bedrijven waarvan we vinden dat ze een vitale rol spelen in de Nederlandse economie, maar ook dat zijn gewoon puur politieke afwegingen en die horen niet bij de centrale bank.

Mevrouw Van Geest:

Ze horen ook niet bij de AFM, maar ter voorkoming van misverstanden het volgende. Zoals wij begrijpen dat de banken omgaan met betaal-pauzes, is het niet zo dat ze zeggen: u hoeft zes maanden niet te betalen en daarna komen we driedubbel innen. Zo werkt het niet. Ze financieren dat dan weer door. We hebben ook in onze richtsnoeren aangegeven dat we hopen dat ze dat tegen zo min mogelijk kosten doen. Dat wordt dus wel uitgespreid. Het is niet zo dat je zes maanden niet betaalt en dat daarna iemand zich gelijk meldt om het allemaal te innen. Dat neemt niet weg dat als je dit heel veel hebt, dat op een gegeven moment nog steeds te veel kan zijn. Het is dus wel een beetje uitgesmeerd, de ellende van de zes maanden die je hebt opgebouwd. Maar ja, het kan nog steeds te veel zijn, zeker als je al niet zo gezond aan de start verscheen.

De voorzitter:

Daarmee komen we aan het einde van dit gesprek over de macro-economische risico's voor het financiële stelsel. Graag dank ik mevrouw Van Geest, die met haar organisatie vandaag debuteert in dit jaarlijks gesprek, de heer Hasekamp van het Centraal Planbureau en de heer Knot voor hun bijdrage aan dit gesprek, waar de Kamerleden hun voordeel mee gaan doen de komende tijd. Dank.

Sluiting 15.15 uur.