

Vergaderjaar 2013–2014

**33 283**

## **Macro-economische risico's voor het financiële stelsel**

**Nr. 8**

### **VERSLAG VAN EEN GESPREK**

Vastgesteld 18 augustus 2014

De vaste commissie voor Financiën heeft op dinsdag 24 juni 2014 een openbaar gesprek gevoerd met de heer Klaas Knot, president van de Nederlandsche Bank, en mevrouw Laura van Geest, directeur van het Centraal Planbureau, over:

- **de rapportage van DNB d.d. 4 juni 2014 over de macro-economische risico's voor het financiële stelsel (Kamerstuk 33 283, nr. 7);**
- **de Risicorapportage Financiële Markten 2014 van het CPB (Kamerstuk 33 283, nr. 6).**

Met de heer Knot afzonderlijk werd het openbaar gesprek vervolgd over:

- **de recente monetaire besluiten van de Raad van Bestuur van de Europese Centrale Bank.**

Van dit gesprek brengt de commissie bijgaand stenografisch verslag uit.

De voorzitter van de vaste commissie voor Financiën,  
Duisenberg

De griffier van de vaste commissie voor Financiën,  
Berck

**Voorzitter: Kerstens**  
**Griffier: Berck**

Aanwezig zijn de leden Tony van Dijck, Harbers, Van Hijum, Kerstens, Koolmees, Merkies, Nijboer, Schouten en Aukje de Vries.

Aanvang 17.05 uur.

De **voorzitter**: Dames en heren, goedemiddag. Ik stel voor om vlot te beginnen. We hebben een strak tijdpad. We willen deze bijeenkomst afronden om 19.00 uur, zodat de echte voetballiefhebbers nog de tweede helft kunnen zien van Italië-Uruguay.

Allereerst een woord van welkom aan de heer Knot, van de Nederlandsche Bank, en mevrouw Van Geest, van het Centraal Planbureau, en natuurlijk ook aan de collega's die aan mijn andere zijde hebben plaatsgenomen. We hebben met onze gasten afgesproken dat ze elk een minuut of tien nemen om het een en ander toe te lichten. We hebben allemaal wat stukken toegezonden gekregen. Mochten de Kamerleden daarna toch nog enige vragen hebben – ik denk dat dat het geval zal zijn – dan kunnen zij die stellen aan onze beide gasten. De heer Knot bijt het spits af.

De heer **Knot**: Voorzitter. Dank voor de gelegenheid om hier te verschijnen. Het is inmiddels een traditie geworden. Ik denk dat het een goede traditie is. Wij zetten deze traditie graag voort. Wij hebben een rapportage toegestuurd. Het is een soort excerpt van ons Overzicht Financiële Stabiliteit. In die rapportage gaan we – ik zal dat straks ook doen in mijn inleidende woorden – in een soort concentrische cirkel van de wereldeconomie, naar Europa en naar de Nederlandse economie. De rode draad door het verhaal is dat, vergeleken met een jaar geleden en zeker vergeleken met nog een jaar eerder, de vooruitzichten in heel veel opzichten zijn verbeterd. Het sentiment op de financiële markten is duidelijk positief en de economieën beginnen voorzichtig aan te trekken. De vraag is echter wel gepast of dit positieve klimaat voldoende wordt geschraagd door de fundamentals en of niet tegelijkertijd in dit positieve klimaat zich weer nieuwe onevenwichtigheden aan het opbouwen zijn. Ik begin bij de wereldeconomie. De meeste door de crisis getroffen economieën zijn zich aan het herstellen. Dat betekent voor landen als de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk dat ook de exit uit het monetaire beleid dichterbij komt. Dat zal zeker zijn repercussies hebben op de financiële markten. In het eurogebied zijn we nog niet zover, maar daar zal ik straks, in het tweede deel van deze bijeenkomst, iets uitvoeriger op ingaan. Dat ruime monetaire beleid leidt er op zich toe dat beleggers op zoek kunnen gaan naar hogere rendementen. Dat is de zogeheten «search for yield». Dat leidt er weer toe dat de activaprijzen worden opgedreven en dat kan zelfs hier en daar leiden tot zeepbelvorming. We letten natuurlijk scherp op dit laatste. In landen als het Verenigd Koninkrijk zie je daar op de huizenmarkt wel de eerste tekenen van. De opkomende economieën daarentegen zitten in een wat andere fase. Zij waren gedurende de crisis juist zeer in trek, maar worden nu geconfronteerd met een enigszins spiegelbeeldig gedrag van beleggers: kapitaal dat tijdens de crisis naar die landen toestroomde, stroomt nu terug. Als gevolg daarvan depreciëren de wisselkoersen. Voor zover er ook in die landen onevenwichtigheden zijn ontstaan, zoals oplopende rekeningen, worden die nu zichtbaar. Dat betekent in ieder geval voor onze economie en voor de economie in de eurozone dat er in de komende tijd minder groei-impuls vanuit dat deel van de wereld zal komen.

Ik kom op Europa. Daar heeft een zeer grote bijstelling van verwachtingen plaatsgevonden. De financiële markten zijn veel positiever over Europa dan een tijd geleden. Maar, zo zeg ik er dan wel meteen bij, ze nemen daarmee in feite wel een voorschot op verdergaande structurele hervor-

mingen en op een verdergaande versterking van de instituties. Er is in Europa een hoop goed gegaan, denk ik. Ik noem de bankenunie, waarmee het toezicht en de crisisresolutie worden gecentraliseerd en de negatieve-spiraalwerking bij problemen tussen banken en nationale overheden in ieder geval aanzienlijk wordt afgezwakt. Ook hebben we in landen met een steunprogramma, te weten Griekenland, Ierland, Spanje en Portugal, echte voortgang gezien. Die programma's zijn, in ieder geval in drie landen, succesvol afgerond, de concurrentiepositie is verbeterd en ook het tekort op de lopende rekening is daar duidelijk teruggedrongen. Dit gaat met name over de programmalanden. Overheden en banken kunnen zich tegen veel lagere tarieven financieren. Dat betekent dus dat marktpartijen duidelijk optimistischer zijn dan een paar jaar geleden, toen zelfs nog werd gespeculeerd over het uiteenvallen van de muntunie.

Het belangrijkste risico is dat dit marktsentiment net zo snel als het gekomen is, weer zou kunnen omslaan als bijvoorbeeld het ingezette hervormingsbeleid zou verslappen of als een slagvaardig Europees resolutiemechanisme in twijfel zou worden getrokken. Hoe dan ook, dat zijn dingen die we nu nog niet zien. Het blijft echter fragiel. Laat ik het zo zeggen.

De Europese bankensector profiteert ook van het positieve klimaat op de financiële markten. Ik denk dat de comprehensive assessments, het boekenonderzoek bij de Europese banken, die we op dit moment aan het uitvoeren zijn, zeker helpen. In anticipatie daarop zijn de banken in Europa op dit moment extra voorzieningen aan het nemen. Ze gaan ook naar de kapitaalmarkt om kapitaal op te halen. Ze zijn dus proactief hun balansen aan het versterken. Dat is prima. Dat is effectief. Ik denk dat dat goed is. In oktober zullen we weten of het allemaal genoeg is of niet.

Ik kom op Nederland. Ook de Nederlandse banken zijn goed op weg om hun kapitaalbuffers te versterken. Weliswaar zijn de kredietverliezen in de afgelopen jaren opgelopen als gevolg van de recessie, maar niettemin zijn de kapitaalratio's opnieuw verbeterd door winsthouding en door verkoop van buitenlandse bedrijfsonderdelen. We hebben recentelijk een occasional study gepubliceerd over de kapitaalpositie van het Nederlandse bankwezen, de ontwikkeling daarin en de gevolgen voor de kredietverlening. Wij denken op basis daarvan dat de Nederlandse banken precies kunnen voldoen aan het pad van kapitaalversterking, die na de ingroei van de Basel III-eisen in 2019 benodigd is, en tegelijkertijd toch ook nog een aantrekkelijke kredietvraag kunnen faciliteren. Het is overigens goed om het volgende in gedachten te houden. Als ik het heb over de nieuwe kapitaaleisen aan banken, dan gaat het niet alleen over de internationale kapitaaleisen – dat is Basel III – maar ook over de macroprudentiële maatregelen die we daar in Nederland nog bovenop hebben gelegd, bijvoorbeeld de eis van extra kapitaalopslag van drie procentpunten core equity voor systeembanken en de leverage ratio die we in Nederland op 4% hebben gesteld in plaats van op 3%, de internationale norm.

Wat valt op als je naar de balansen van de Nederlandse banken kijkt? Dat zijn toch vooral de hypotheekportefeuilles. In het bericht gebruikten we daarvoor de term «januskop». De hypotheekportefeuilles hebben eigenlijk twee gezichten. Vanuit een brutorisicoperspectief, het aantal hypotheek van een zeer hoog bedrag dat onder water staat, de totale hypotheekschuld enzovoort, ziet het er best wel griezelig uit. Ongeveer één op de drie huizen staat onder water. Dat is niet mis. Anderzijds is de betalingsmoraal kennelijk zeer hoog, hebben we in Nederland efficiënte uitwinprocedures voor die gevallen waarin een hypotheek niet kan worden betaald, is de werkloosheid in Europees opzicht nog steeds relatief laag – ze is hoger dan ze is geweest, maar in internationale optiek is ze nog steeds relatief laag – en is een belangrijk deel van deze hypotheek onderhevig aan NHG-dekking. Dit leidt er allemaal toe dat de kredietverliezen op deze hypotheekportefeuilles bij de banken nog steeds ontzettend laag zijn. Ik

poneer dan ook dat de grootste schade die we op dit moment oplopen als gevolg van onze situatie bij de hypothecaire kredietverlening, zich wellicht niet voltrekt op de bancaire balansen maar meer is gelegen in schade voor de Nederlandse economie. Het feit dat een derde deel van de huizen, 1,3 miljoen huishoudens, onder water staat, betekent simpelweg dat deze huishoudens in de komende vijf à tien jaar hun consumptie zullen drukken en dat betekent simpelweg dat de groei van de Nederlandse economie nog vijf à tien jaar lager zal zijn dan hij zou zijn geweest als we de situatie op de huizenmarkt niet zo uit de hand hadden laten lopen.

Wat zie ik als de belangrijkste risico's voor de Nederlandse financiële instellingen? Op dit moment zijn de uitzettingen op de opkomende markten te overzien. Mocht er een escalatie in bijvoorbeeld de crisis in Oekraïne optreden, dan zou de negatieve impact niet zozeer een directe impact zijn maar meer zijn gelegen in gevolgen voor de wereldhandel, de wereldeconomie en meer in het bijzonder natuurlijk de economie van onze belangrijkste handelspartners, ook binnen de eurozone. Dat is het eerste risico.

Een tweede risico is een forse rentestijging. De bron daarvan zal voorlopig niet het binnenlandse monetaire beleid zijn. Het kan echter wel gebeuren dat in de Verenigde Staten en in het Verenigd Koninkrijk de rentes sneller omhoog gaan lopen en dat daardoor ook de kapitaalmarktrentes omhoog gaan lopen. Die zijn internationaal zeer met elkaar verweven. Dan zou je zelfs in een klimaat van een blijvend ruimhartig monetair beleid toch kunnen zien dat de lange rentes ook in de eurozone gaan oplopen. We hebben een simulatie gedaan. Daaruit blijkt dat onze banken in ieder geval een renteschok van zo'n 200 basispunten nog vrij probleemloos moeten kunnen doorstaan.

Een derde risico zit hem in de «search for yield»: het opblazen van bepaalde activaprijzen, waardoor de balansen van de financiële instellingen er wellicht wat rooskleuriger uitzien dan de fundamentals zouden rechtvaardigen.

Ik maak nog een paar opmerkingen over het beleid. Wat betreft Europa is het echt van eminent belang dat wordt voortgegaan met het versterken van de economie, het doorvoeren van structurele hervormingen en het moderniseren van het financiële stelsel. Dit is ingeprijsd op de markten. Dat betekent dat niet leveren zou kunnen leiden tot een omslaan van het marktsentiment. Daarnaast moeten we ook gebruik maken en gebruik blijven maken van macroprudentieel beleid. We hebben in Europa het monetaire beleid op Europees niveau. Dat monetaire beleid is dus geen instrument meer om nationale kredietcycli tegen te gaan. Daar hebben we nationaal macroprudentieel beleid voor nodig. Dat hebben we in Nederland ook geactiveerd. Denk aan de systeemrelevantiebuffer en aan de aanscherping van de LTV-limieten waartoe door het kabinet is besloten. Dat zijn macro-prudentiële maatregelen. We moeten er zeker niet voor terugschrikken om die te nemen op het moment dat we in Nederland zich bepaalde onevenwichtigheden zien opbouwen.

Ik kom nog even op de huizenmarkt. Ik heb het zojuist ook al even genoemd. Ik ben blij met het door het kabinet ingezette beleid. Dat helpt om te voorkomen dat we in de toekomst weer zo'n massaal onderwaterprobleem krijgen als we in het verleden hebben opgebouwd. Ik ben er nog niet van overtuigd dat een LTV van 100, zoals nu overeengekomen, het eindmodel zou moeten zijn. Tegelijkertijd ben ik realistisch genoeg om te zeggen dat we dit probleem pas in een later stadium onder ogen moeten zien. Tot 2018 ligt het beleid vast. Wij zijn daaraan ook gecommiteerd. Mocht er na 2018 nog iets nodig zijn, dan zou dat hoe dan ook zeer geleidelijk moeten worden doorgevoerd, rekening houdend met de macro-economische implicaties, die we op dit moment nog niet geheel kunnen overzien, en rekening houdend met de eisen die dat stelt aan bijvoorbeeld de ontwikkeling van een middensegment in de huurmarkt. Dat zijn allemaal dingen die niet op korte termijn te realiseren zijn. We

zullen ook in het Financieel Stabiliteitscomité binnenkort daarover doorspreken.

De **voorzitter**: Ik geef graag het woord aan mevrouw Van Geest. Het Centraal Planbureau heeft ons verblijd met een risicorapportage. Aan u, mevrouw Van Geest, de uitnodiging om de toelichting daarop te verzorgen.

Mevrouw **Van Geest**: Voorzitter. Ook wij zijn blij om hier een toelichting te kunnen geven op onze rapportage. Voor mij is het een primeur, althans voor dit onderwerp. Ik hoop dat u daarvoor enig begrip wilt hebben. In mijn presentatie ga ik op drie dingen in: het internationale beeld, de financiële sector in Nederland en het mkb. We hebben een beetje geprobeerd om te voorkomen dat we allebei precies hetzelfde zouden zeggen. Qua assessment zit er, denk ik, niet heel veel licht tussen wat DNB zegt en de visie van het CPB. Dat is niet altijd gegeven, dus het is goed om dat hier te constateren.

Het algemene beeld dat in de rapportage wordt geschetst, is dat er een aanzienlijke voortgang is geboekt bij het stabiliseren van de eurozone, maar dat het herstel wel broos is. Feitelijk is de euro sinds vorig jaar in rustiger vaarwater gekomen. De risicopremies dalen en ook perifere landen hebben weer toegang tot de markt voor overheidsobligaties. Daarnaast hebben de perifere landen een flinke start gemaakt met structurele hervormingen en budgettaire consolidatie.

Los van de feiten die je zo kunt zien, is er ook voortgang geboekt op institutioneel terrein. Er zijn strengere eisen voor de banken in het kader van Basel III, ook al geef ik eerlijk toe dat in economie land wel een debat wordt gevoerd over de vraag of die eisen wel precies streng genoeg zijn. De bankenunie is in Europa afgetikt, waardoor het toezicht op afstand komt en de band tussen lokale banken en lokale overheden wordt doorgesneden, ook op budgettair terrein. Er is dus vooruitgang, en het is stukken beter dan een jaar geleden, maar ze is wel broos. Er is nog steeds sprake van financiële fragmentatie: de bancaire tarieven voor leningen en deposito's lopen uiteen in het eurogebied. Het werk is nog niet klaar. Er moet nog veel gebeuren om de Europese economie weer gezond te krijgen. Er moet meer budgettaire consolidatie plaatsvinden en ook de structurele hervormingen zijn nog niet voltooid. Institutioneel is er veel in gang gezet, maar we zitten op heel veel van die terreinen nog wel in de transitiefase. Het is nog niet afgerond.

Qua algemeen economisch beeld is het risico van deflatie in de eurozone reden voor alertheid. Ik begrijp dat het tweede deel van uw bijeenkomst hierover gaat, dus laat ik u daar verder niet mee vermoeien.

Verder zijn er een aantal risico's in het internationale beeld. Ik noem bijvoorbeeld de spanning in Oekraïne. Ik weet niet of u zelf een trouwe lezer bent van onze World Trade Monitor, maar die heeft elke maand weer een getal. Het is geen eenduidig stijgende lijn. Soms gaat die omhoog en soms naar beneden. Dat is best ingewikkeld om te duiden. Het goede nieuws is dat in de VS de economie zich zo lijkt te ontwikkelen dat tapering van het quantitative easing kan optreden. Hoe dat precies gaat uitwerken, is echter nog wel een spannende vraag.

In algemene zin lijkt het economische herstel ingezet, maar het is broos. Het is natuurlijk helder dat een zwakke economie niet echt een manier is om de financiële sector vooruit te helpen.

In algemene zin geldt, denk ik, dat de crisis in 2008 nog eens heeft laten zien hoe belangrijk een gezond bankwezen is voor een economie. Een ongezonde bankensector kan een belangrijke bedreiging vormen voor de economische groei, voor de werkgelegenheid, voor overheden die die banken dan weer gaan redden en in de eurozone zelfs ook nog voor de euro. De eerlijkheid gebiedt te zeggen dat er nog steeds onzekerheid in de financiële sector is over hoe gezond de banken in de eurozone nu eigenlijk

zijn. De comprehensive assessment van de ECB, met de test van de balans en de stresstest, kan op dit punt helderheid bieden, mits de tests streng worden uitgevoerd. Uniformiteit, vreemde ogen in de vorm van peer reviews en transparantie over de voorwaarden aan de uitvoering zijn factoren die de geloofwaardigheid van de AQR (asset quality review) extra ondersteunen.

Over de stresstest kan ik opmerken dat deze in ieder geval in vergelijking met de stresstest in 2011 aanzienlijk is aangescherpt. Dat lijkt me goed nieuws, ook al kan een zeurpiet natuurlijk altijd constateren dat op sommige onderdelen andere landen nog weer net een scherpere test hebben weten te verzinnen. Dat zijn wij dan. Dat is ons vak.

Net zoals de president van DNB constateerde, werpen de asset quality review en de stresstest hun schaduw vooruit. Je ziet namelijk dat banken hun balansen opschonen. Ze treffen flinke voorzieningen en afschrijvingen, tot 135 miljard, zo hebben ze bij ons opgeteld. Ook halen ze geld op: zo'n 45 miljard. Ze doen dus hun best. Dat neemt niet weg dat de echte test is als de comprehensive review is afgerond. Hoewel we hopen dat er dan geen lijken meer uit de kast vallen, valt dat natuurlijk niet uit te sluiten. Als economen zouden we dan in ieder geval echt bepleiten om kordaat door te pakken, met snelle en gedwongen kapitaalversterking, maar niet met een verkorting van de balans. De tweede route kan wel goedkoop lijken, maar is uiteindelijk heel kostbaar in termen van minder groei – want minder krediet – en meer werkloosheid. Ik heb allerlei hoge verwachtingen over de wijze waarop de ECB dit gaat aanvatten. Op 5 juni was de ECB heel kordaat. Dat schept verwachtingen op dit terrein, zou ik zeggen.

Ik switch naar het Nederlandse bankwezen. Ons beeld is wat dat betreft niet heel anders dan dat van de president van DNB. De Nederlandse financiële sector heeft de kapitaalpositie versterkt ondanks de oplopende kredietverliezen. De Nederlandse banken zijn goed op weg om aan de nieuwe kapitaaleisen te voldoen. Ook institutioneel is er wel wat werk verricht. Zo kunnen het Ministerie van Financiën en de Nederlandsche Bank sneller ingrijpen als er problemen zijn ontstaan. Maar ook hier is er een maar. Bij een internationale vergelijking doen de Nederlandse banken het qua risicogewogen kapitaalratio prima, maar de leverage ratio is relatief laag.

Er zijn natuurlijk ook zorgenkinderen, zoals de mkb-portefeuille, de hypotheekportefeuille en de vastgoedportefeuille. Ik loop ze in omgekeerde volgorde langs. Voor de vastgoedportefeuille zijn flinke voorzieningen genomen. De Nederlandsche bank heeft er in ieder geval vertrouwen in dat dat nu goed op orde is. Voor de hypotheekportefeuille is er een gemêleerd beeld, zoals ook geschetst door de DNB-president. De omvang van de hypotheekportefeuille is enorm. Een flink aantal daarvan staat onder water. Overigens vonden we dat tot voor kort ook helemaal niet erg. Toen kon je nog een enorme hypotheekschuld aangaan, waarbij je al onder water begon. Tegenwoordig vinden we dat ongemakkelijk. Het opmerkelijke is dat de verliesratio's tot op heden beperkt zijn geweest. De manier waarop je in Nederland afkomt van je huis waarmee je onder water staat, is dramatisch anders geregeld dan bijvoorbeeld in de Verenigde Staten. Dat zal voor een deel ook een verklaring zijn. Dalende huizenprijzen, hoge «loan to value»-ratio's en een oplopende werkloosheid vormen een gevaarlijke cocktail, die we in de afgelopen periode hebben mogen observeren. Hier is het goede nieuws dat de huizenprijzen zich lijken te stabiliseren. De werkloosheid lijkt in ieder geval te pieken in 2014. 7% is voor Nederlandse begrippen best wel fors. Internationaal zijn we daar spekkoper mee, maar we zijn toch een beetje gewend aan de 4% van vroeger. Het blijft dus wel iets om mee op te letten.

Ik heb eigenlijk niet zo veel toe te voegen aan wat de president van DNB heeft gezegd over de wijze waarop je verder zou moeten gaan met de

juiste LTV-ratio. Volgens mij is het een kwestie van nog eens goed studeren op wat op dit punt wijsheid is. Daar hebben we gelukkig nog even tijd voor.

Ik kom tot slot op de kredietverlening aan het mkb. Veel mensen zijn daar bezorgd over. De kredietverlening daalt sinds 2009 en kromp zelfs in 2013. Aan de andere kant zijn er ook flink wat voorzieningen getroffen voor de mkb-portefeuille. Dat is op zichzelf voor de andere mensen nog wel een bron van zorg. De vraag is natuurlijk altijd: waar komt dit vandaan? Dat is voor economen best ingewikkeld, want je observeert uiteindelijk het kruispunt tussen vraag en aanbod en nooit de curve zelf. Je weet dus eigenlijk niet of de vraag dan wel het aanbod is verschoven. Wat is ons beeld daarbij? Wij hebben het beeld dat het vooral een kwestie is van minder vraag naar kredieten. Er is minder vraag omdat er minder investeringen voor nieuwbouw of uitbreiding zijn. Op zichzelf is dat ook niet zo raar. Als het economisch slecht gaat, is dat waarschijnlijk niet het moment waarop de meeste mkb'ers denken: dit is het moment voor uitbreiding. Een andere verklaring is overigens de verslechterde positie van een deel van het mkb. Een deel van het mkb doet het prima en heeft het qua solvabiliteit en liquiditeitspositie prima op orde. Die mkb-bedrijven hebben zelfs nog steeds een groeiende omzet, ook al wordt de rentabiliteit op het totaalvermogen dan wel wat minder. De microbedrijven scoren echter gewoon slecht. Ze hebben een omzetkrimp, voldoen op allerlei punten niet aan de normen die banken terecht stellen en hebben last van een dalende solvabiliteit. Er is dus een soort gemêleerd beeld wat betreft het mkb. Het is niet: het dal is overal. Het gaat mis op heel specifieke plekken.

Voor de toekomst is dan natuurlijk de vraag: waar gaat het ons brengen? Het is belangrijk om onderscheid te maken tussen bedrijven die moeite hebben om conjuncturele redenen en bedrijven die moeite hebben om structurele redenen. Als je conjunctureel problemen hebt, dan is het opwekkende nieuws dat het economisch nu wat beter lijkt te gaan. Je zou verwachten dat het mkb-bedrijf daar ook zijn voordeel mee kan doen. Als je echter toevallig actief bent in een sector die krimpt – een deel van de detailhandel gaat gewoon over naar internet; dat is niet een goede business – dan is krediet verlenen volgens mij ook niet de oplossing. Het verlenen van krediet aan niet-renderende bedrijven is uiteindelijk een beetje het «Japanscenario», waarbij lange tijd productiefactoren zijn vastgehouden in bedrijven die het helemaal niet goed doen. Dat is geen bron voor productiviteit of toekomstige groei. Feit is natuurlijk ook dat kredietverlening aan het mkb geen laagrisicoactiviteit is en dat het monitoren van die leningen ook echt wel geld kost, terwijl het kleine leningen zijn. Dat maakt het ook voor de toekomst een uitdagend vraagstuk. Gelukkig gaat Minister Kamp hiervoor een actieplan presenteren, geloof ik. Ik hoef er dus niet alle antwoorden op te verzinnen. Als tip heb ik daarbij wel dat de overheid vooral moet nadenken over waar de markt faalt. Ze moet dus niet gewoon het werk van een bank overnemen. Tegen die achtergrond vind ik de ideeën over een financieringsregister, waarmee de kosten van monitoring kunnen worden beperkt, wel een interessante optie. Voor de mensen die denken «goh, de overheid doet toch al heel veel» is het op zichzelf ook nog wel opvallend om te constateren dat niet alle faciliteiten even goed worden benut. Dat roept ook nog wel vragen op over of we het allemaal handig doen. Hierbij wil ik het laten, voorzitter. Dank u wel.

**De voorzitter:** Ik dank u beiden voor de heldere toelichting. Het was min of meer ook binnen de afgesproken tijd. Dat is hartstikke knap. We hebben hier acht Kamerleden. Ik stel voor dat we gewoon het rijtje af gaan. Ik vraag aan elk van de collega's om maximaal twee korte vragen te stellen. Het zou ons en degene die de vraag moet beantwoorden, helpen als u daarbij aangeeft aan wie u de vraag richt.

De heer **Van Hijum** (CDA): Ik wil allereerst zowel de heer Knot als mevrouw Van Geest danken voor hun komst hiernaartoe en voor hun bereidheid om vanuit een onafhankelijke rol de analyse van de risico's met ons te delen. Ik denk dat dit inderdaad een waardevolle traditie aan het worden is.

Mijn eerste vraag is voor de heer Knot. Hij wees op het belang van voortgaande hervormingen van lidstaten. Hij zei: de hervormingen zijn ingeprijsd in het vertrouwen van de financiële markten, dus het moet nu ook worden waargemaakt. Op Europees niveau lijkt er een hele discussie te ontstaan over het al dan niet soepeler toepassen van het Stabiliteits- en Groeipact (SGP). Het betreft ook een beetje Italië. Dan hebben we het vanavond toch nog een beetje over Italië. Hoe kijkt de heer Knot daartegen aan? Daarbij gaat het niet alleen over andere landen maar ook over Nederland. DNB heeft ook gezegd eigenlijk geen ruimte te zien voor lastenverlichting. Kan hij dat nog wat nader toelichten? Gaat het dan echt alleen om lastenverlichting die ten koste zou gaan van de saldoverbetering, of ook om lastenverlichting die gewoon op een ordentelijke, deugdelijke manier door uitgavenvermindering wordt gedekt? Dit is wat ik aan de heer Knot vraag.

Mevrouw Van Geest had het uitgebreid over de kredietverlening. Ze zei dat het bij de kredietverlening aan het mkb toch vooral een vraagkwestie lijkt te zijn. Haar vraag ik hoe zij aankijkt tegen de inzet, wederom vanuit de Europese Centrale Bank, van een nieuwe hoeveelheid «goedkoop» geld voor banken, juist om de kredietverlening op gang te helpen. Is dat dan, in die context van problemen aan de vraagkant, een effectief instrument? Het instrument wordt natuurlijk wel op Europese schaal ingezet en niet alleen op Nederlandse schaal – de analyse zou je daarvoor iets breder moeten trekken – maar kan mevrouw Van Geest iets zeggen over de effectiviteit? Dan hebben we ook alvast een opmaatje naar het discussiepunt van de tweede helft.

De heer **Nijboer** (PvdA): Hartelijk dank voor de goede en heldere presentaties. Ik heb een vraag aan de heer Knot en een vraag aan mevrouw Van Geest. De eerste vraag is voor de heer Knot en gaat over de prijzen van obligaties. Een van de oorzaken van de crisis is dat risico's niet op een juiste wijze zijn geprijsd. Eigenlijk betaalde men overal dezelfde prijs voor. Nu groeien de prijzen van obligaties weer naar elkaar toe. Aan de ene kant kun je dan blij zijn omdat blijkbaar de risico's zijn afgenomen. Aan de andere kant kun je ook argwanend kijken, met de gedachte: maken we de fout niet nog een keer? Hoe kijkt de Nederlandsche Bank daar in de breedte tegen aan?

Ik voeg daar nog iets aan toe. We hebben de vorige keer ook gesproken over de risicoweging van staatsobligaties op bankbalansen. In de Kamer is de uitspraak gedaan dat dat verstandig zou zijn. Ik meen dat de heer Knot de vorige keer ook heeft aangegeven dat verstandig te vinden. Zit er op Europees niveau al een beetje schot in de zaak?

De tweede vraag is voor mevrouw Van Geest. Zij benadrukte dat er nog zorgen zijn over de gezondheid van banken. Die bespreken wij ook vaak in de Kamer. Zij benadrukte ook dat de risicogewogen kapitaalratio van de Nederlandse banken op orde is, maar de ongewogen kapitaalratio internationaal niet bijzonder goed scoort. Ik ben wel benieuwd welke conclusie het CPB daaruit trekt. De analyse is helder. In bedekte termen staat er dat de hefboom relatief hoog, of de leverage ratio laag, is. Zou die hoger moeten zijn? Zou de politiek dat moeten afdwingen? Hoe hoog zou die moeten zijn? Dit zijn vragen die hierbij bij mij opkwamen.

De heer **Koolmees** (D66): Ook ik dank de heer Knot en mevrouw Van Geest voor hun komst hiernaartoe. Deze traditie is ooit gestart naar aanleiding van het voorstel van de commissie-De Wit om één keer per jaar met het CPB en de Nederlandsche Bank te praten over risico's om zo als



parlement beter voorbereid te zijn op mogelijke wetgeving en mogelijke politieke discussies. Het is dus heel goed dat we dit doen. Ik hoorde beiden in hun inleiding zeggen: het herstel is er, maar het is broos en we gaan wel door op het ingeslagen pad van institutionele hervormingen en veranderingen. Aan de heer Knot stel ik een vraag die een beetje in het verlengde ligt van de vraag van de heer Van Hijum. Het is eenzelfde soort vraag. We krijgen signalen dat in Europa de hervormingsdruk langzaam afneemt en dat er al wordt gespeculeerd over uitstel voor bepaalde landen in het Stabiliteits- en Groeipact. In het afgelopen weekend stond een interview met de heer Draghi in De Telegraaf. Hij zei: ga nou door met die hervormingen. Maar hij zei ook: ga op Europees niveau beter nadenken over institutionele waarborgen. Volgens hem moet op Europees niveau echt beter worden samengewerkt, ook qua economisch beleid, om het herstel voortgang te laten vinden. Kan de heer Knot daarop ingaan en ons adviseren hoe wij daar als parlement tegen aan moeten kijken?

Mevrouw Van Geest had een interessante opmerking over de mkb-financiering. We zien dat Minister Kamp inderdaad ontzettend veel instrumenten heeft, zoals de GO, de BMKB en al dat soort garantieregelingen. Mevrouw Van Geest zei net dat die faciliteiten in de praktijk vaak niet goed worden benut en dat het verstandig zou zijn om vooral te kijken naar waar de markt faalt. Hoe kan het beter? Hoe kunnen we dat soort instrumenten beter vormgeven om ze een aanvulling te laten zijn op het reguliere bankwezen en om ze echt een probleem te laten verhelpen?

De heer **Merkies** (SP): Ook ik dank beiden voor hun komst. Het is inderdaad goed dat we deze traditie voortzetten. Overigens was de traditie aanvankelijk een gesprek met de twee toezichhouders, maar dat is nu enigszins gewijzigd, denk ik. Ik hoor dat het altijd zo geweest is. Oké. Mijn eerste vraag is een vraag aan mevrouw Van Geest. Ook ik sluit een beetje aan op de vragen van de heer Van Hijum over de kredietverlening. Mevrouw Van Geest zegt dat het punt vooral de mindere vraag naar kredieten is. Waarop baseert zij dat precies? Hoe rijmt dat met de passage uit het stuk van het CPB, de risicorapportage, waar staat dat er empirisch bewijs voor is dat een afname van het kredietaanbod door banken invloed heeft op de groei? Ik kan die twee zaken niet helemaal met elkaar rijmen. Mijn vraag aan de heer Knot is eigenlijk een reactie op mevrouw Van Geest. Zij heeft namelijk gezegd dat de buffers op orde moeten worden gebracht, maar niet via een verkorting van de balans, dus niet via het aantrekken van nieuw kapitaal. Vindt de heer Knot dat ook? Op welke manier zou dat moeten?

Mevrouw **Schouten** (ChristenUnie): Ik dank beide genodigden voor hun visie. Ik ben niet heel origineel meer, want de meeste vragen die ik had, zijn al wel gesteld. Ik sluit me maar eventjes aan bij de vraag van de heer Van Hijum over wat er rondzingt over het loslaten van het Stabiliteits- en Groeipact en de mogelijke gevolgen daarvan. Heeft de president van de Nederlandsche Bank daar een mening over? Die heeft hij ongetwijfeld. Wat denkt hij dat verstandig is om te doen?

Ik voeg er nog een vraagje aan de heer Knot aan toe. Hij geeft aan dat Oekraïne een mogelijk risico vormt, maar hij dempt die bewering ook wel weer wat. Heeft hij ook meegewogen de ontwikkelingen in het Midden-Oosten in relatie tot de olieprijs? Of zijn die ontwikkelingen nog niet in de visie opgenomen?

Mijn vraag aan mevrouw Van Geest gaat ook over de kredietverlening aan het mkb. Ik kan me voorstellen dat het inderdaad lastig is om goed zicht te krijgen op wat nu echt de oorzaak is. Maar als er sprake is van krimp van de kredietverlening, kun je dan ook niet stellen dat het niet alleen een vraagissue is maar ook een aanbodissue? Heeft ze dat nog specifiek

onderzocht? Is er nog echt gekeken of ook door de banken zelf minder aanbod is gegenereerd? Of heeft ze daarover geen gegevens?

De heer **Tony van Dijck** (PVV): Ook namens mij dank voor de inleiding en de rapporten. Ik begin met een ding voor de heer Knot. Ik lees in zijn rapport dat in de afgelopen jaren de bankbalansen met 200 miljard gekrompen zijn, terwijl – dat is opvallend – de banken over meer kapitaal beschikken dan voor de crisis. De vraag is natuurlijk: hoe kan het dat de balansen met 200 miljard krimpen en toch meer kapitaal hebben dan voor de crisis? De heer Knot ging er ook in zijn inleiding van uit dat de kapitaalpositie van de Nederlandse banken op zich is verbeterd, onder andere door winstinhouding, verkoop van onderdelen en aandelen-emissie. Dat gaf de heer Knot als reden. Ik vraag me echter af hoeveel aandelen er dan zijn geëmitteerd in de afgelopen jaren. Ik ken ze niet. Hoeveel winsten zijn er dan ingehouden? Ik ken ze niet. Volgens mij zit hem in de rentemarge, en daar maak ik me veel meer zorgen over. In het rapportje staat een staatje waaruit blijkt dat wij in de wereld na Griekenland en Ierland de nummer drie zijn van landen met de hoogste marge op de rente. Dan denk ik dat de banken over de rug van burgers gewoon hun balansen aan het spekken zijn door een heel hoge rente te vragen en zelf gratis geld op te halen bij de ECB. Dat kan nooit de bedoeling zijn. We zijn allemaal bezig met het in bescherming nemen van de banken en DNB is bezig met het gezond maken van de banken, maar ondertussen moeten de burgers 4%, 4,5% of 5% rente betalen voor hun hypotheek, terwijl de bank het voor 0,25% mag ophalen. Dat zijn rentemarges die niet van deze tijd zijn. Ik hoor graag van DNB hoe het kan dat de Nederlandse banken zo'n gigantisch hoge rente durven te vragen ten opzichte van banken in landen als Duitsland, België, Frankrijk en Italië, waar ze het geld bijna gratis weggeven aan de burgers, als ik hen moet geloven.

De heer **Knot**: Ik heb een vraag ter verheldering. Hebt u het over grafiek 8?

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

Mijn volgende vraag betreft het volgende. Ik maak me ook zorgen om de search for yield. De heer Knot stipte het even aan. Je ziet het nu op de aandelenbeurzen: aandelen zijn gigantisch populair omdat de rente zo laag is en je als belegger helemaal niks krijgt voor je obligatie. Met andere woorden: de nieuwe huizenbubbles staan al klaar, zoals in België, Zwitserland en Engeland. Ik vraag me af of het niet heel schadelijk is wat DNB doet door de rente zo lang zo laag te houden met als doel het aanjagen van de inflatie. We zien echter al twee jaar dat de inflatie en de rente alleen maar lager, lager en lager worden, tot we in een depressie zitten. Ik krijg dus graag nog een iets gedetailleerdere toelichting op die search for yield als risico.

De heer **Harbers** (VVD): Ik heb twee korte vragen. In de eerste plaats lijkt mevrouw Van Geest bezorgd over de waardering van commerciële vastgoed dan de heer Knot. Zij wijdt er meer woorden aan. Kan de heer Knot daarover zijn bespiegelingen geven? Zijn de risicoaannames die DNB hanteert, wel pessimistisch genoeg, net zo pessimistisch als wanneer je naar buiten kijkt in de stad en al die leegstaande winkels en kantoren ziet? In de tweede plaats heb ik een vraag in het verlengde van wat de heer Van Hijum vroeg over de TLTRO. In beide rapportages zit de stelling: banken zijn terecht heel voorzichtig geworden, maar het is de vraag of het wel echt goed is dat ze veel strenger zijn geworden in het beoordelen van kredietaanvragen. Hoe waarborgt u dat het risico dat er toch weer een soort lenigheid van geest in komt om toch maar een oogje toe te knijpen en daarmee risico's te accepteren, niet alsnog gaat optreden, bijvoorbeeld

doordat er ruimhartiger geld beschikbaar is via de TLTRO voor kredietverlening?

Mevrouw **Aukje de Vries** (VVD): De heer Knot noemde de occasional studies naar de kredietverlening. Hij was er redelijk optimistisch over, maar ik zie in datzelfde onderzoek dat drie van de vier scenario's toch een probleem opleveren. Mijn vraag gaat echter over het volgende. DNB heeft volgens mij gepleit voor een actieplan voor de kredietverlening. Ik ben niet zozeer op zoek naar wat de overheid zou kunnen doen, zoals D66 aangaf, maar meer naar de manier waarop je de markt echt weer kunt laten werken.

De heer **Koolmees** (D66): Dat was een politieke steek onder water!

Mevrouw **Aukje de Vries** (VVD): Mijn volgende punt betreft de risicoweging van de hypotheekportefeuilles. DNB maakt nu een risicoweging die hij acceptabel vindt. Straks moet de ECB dat overnemen. Er is wat zorg over of die wel voldoende rekening zal houden met de NHG en de hypotheekrenteaf trek. Ik ben benieuwd naar wat meer informatie daarover.

De **voorzitter**: Het leek er lang op alsof u, onze gasten, beiden evenveel vragen zouden krijgen, maar uiteindelijk is dat niet zo. Ik kijk even naar u. Welke rolverdeling stelt u voor? De heer Knot geeft aan dat hij begint.

De heer **Knot**: Het is een brede waaier aan vragen, maar er zaten ook wel een paar rode draden in. Laat ik beginnen met Europa, het belang van voortgaande hervormingen en het al dan niet soepeler toepassen van het Stabiliteits- en Groeipact. Gevraagd werd of ik daar een mening over heb. Die vraag zou ik met een simpel ja kunnen beantwoorden. Voor de onderbouwing van die mening ga ik even terug in de tijd. In 1991 hebben we in het Verdrag van Maastricht afgesproken dat we binnen de EMU voor lidstaten de norm zouden hanteren dat de staatsschuld wordt teruggebracht naar 60% van het nationale inkomen. In de loop van de jaren negentig zagen we aankomen dat een aantal landen die 60% niet zou gaan halen per 1 januari 1999. Toen is afgesproken: als de schuld maar dalend is per 1 januari 1999, dan kan de toetreding alsnog plaatsvinden en moet de rest van het terugbrengen van de staatsschuld plaatsvinden in de EMU-periode.

De Italiaanse staatsschuld was op 1 januari 1999 115% van het bbp, maar hij was wel dalend. Op dat ticket is Italië toegetreden tot de EMU. De Italiaanse schuld vandaag, in 2014, is 135% van het bbp en hij is stijgend. Ik vind dit een voorbeeld van het falen van de beleidscoördinatie in Europa. Het is een voorbeeld van het feit dat de huidige regels op dit moment binnen individuele lidstaten onvoldoende zeggingskracht hebben om de afspraken, die wel degelijk onderling zijn gemaakt, te kunnen nakomen.

Vanuit dat perspectief op meer de lange termijn vind ik het buitengewoon zorgwekkend dat uit datzelfde Italië nu weer geluiden komen om nog een keer uit te stellen: het is nu niet het juiste moment om de schuld terug te brengen, dus geef ons wat meer tijd om te voldoen aan de budgettaire regels want dan kunnen we wat aan hervormingen doen. Dat is volgens mij het argument. Die hervormingen heb ik nog niet gezien. Ik heb het woord «hervormingen» wel gehoord, maar ik heb nog geen concrete hervorming ergens gepresenteerd zien worden, een hervorming die eventueel zou kunnen worden afgewogen tegen de vraag of er meer tijd moet worden gegeven voor schuldreductie. Ik denk, eerlijk gezegd, dat op een bepaald moment de tijd gewoon op is. We hebben met zijn allen regels afgesproken. Het proces om dit soort regels af te spreken, is een politiek proces, en dat moet vooral ook politiek blijven. In de handhaving

van de regels moet er echter wel degelijk iets veranderen. We moeten die handhaving onafhankelijker maken en verder weg brengen van politieke beïnvloeding, want anders vraag ik me echt af wanneer die Italiaanse staatsschuld werkelijk gaat dalen. We gaan met een aantal landen nu uit de correctieve fase van het Stabiliteits- en Groeipact, de fase waarin het tekort onder de 3% moet worden gebracht. Als we daaruit zijn, komen we in de preventieve fase van het Stabiliteits- en Groeipact. Dat is niet een fase waarin er geen regels meer zijn. De regels zijn alleen anders. Een van de regels die in de preventieve arm geldt, is dat het exces van de staatsschuld boven de 60% in twintig jaar moet worden teruggebracht naar 60%. Het lijkt mij toch wel wenselijk dat we deze regel gewoon gaan handhaven. Nogmaals, anders stel ik toch echt de vraag: wanneer dan wel?

We wisten op 1 januari 1999 dat we begonnen met een economische en monetaire unie. Het was dus niet alleen een monetaire unie, want dan hadden we het ding wel «MU» genoemd in plaats van «EMU». In ieder geval vanuit de centralebankenwereld is daarover altijd volstrekt eerlijk en open gecommuniceerd: een monetaire unie zonder economische unie – je kunt er dan nog over discussiëren wat «een unie» is – maar in ieder geval zonder nauwkeurige coördinatie van het economische beleid, is niet mogelijk. Eén vorm van coördinatie is dat je mechanismen hebt om individuele lidstaten zich aan afspraken te laten houden.

Dat betekent ook het volgende. Als Nederland deze positie geloofwaardig wil innemen in Brussel, dan zal het zich ook zelf aan de regels moeten houden. Daarin past de opmerking van de Nederlandsche Bank over lastenverlichting. Dat geeft, denk ik, ook het antwoord op de vraag van de heer Van Hijum. We zijn absoluut niet tegen lastenverlichting op het moment dat die lastenverlichting zou worden gedekt door uitgavenreductie, maar de situatie rond het Nederlandse tekort, met name de ontwikkeling in het structurele tekort, is nog erg fragiel. De afspraken uit de preventieve arm van het SGP voorzien er ook in dat in jaren waarin er geen excessief tekort meer is, het structurele tekort met 0,5 procentpunt per jaar moet worden teruggebracht. Het hangt er in de ramingen om of we dat gaan halen. Dat heeft natuurlijk alles te maken met de onzekerheid rond het meten van dat structurele tekort. Wij zijn echter van mening dat, zolang het zo fragiel is, het te vroeg is voor lastenverlichting die ten koste zou gaan van het tijdpad van de saldo-reductie. Dat wat betreft Europa en het Stabiliteits- en Groeipact.

De heer Nijboer had een vraag over de obligatiekoersen. Ja, ook ik kijk met enige verbazing naar het tempo waarin de obligatiespreads weer aan het afkomen zijn en in feite weer terug zijn op of in ieder geval dicht bij de niveaus van voor de crisis. Achteraf bezien weten we dat voor de crisis het risico op staatsobligaties werd onderschat. Dit is de moeilijkheid van marktdiscipline. Financiële markten hollen vaak heel hard vooruit of staan stil. Voor de crisis was er vrijwel geen marktdiscipline. Tijdens de crisis explodeerden de spreads ineens en kwam de marktdiscipline zodanig op de beleidsmakers af op dat het ook niet productief was, dat het eigenlijk destructief was. Nu dreigen we weer door te schieten naar een situatie waarin de risico's misschien toch wel wat onderschat worden. Een van de maatregelen die we kunnen nemen op dit gebied is: iets doen aan de preferentiële behandeling van staatsobligaties in bancaire toezichtregimes. Dat ligt op dit moment op tafel. Dat ligt in eerste instantie in Basel op tafel, omdat dit uiteindelijk ook iets mondiaals is. Wel is de bereidheid om hier iets aan te doen in Basel iets groter dan in Brussel. Dus zelfs als de Baselse horde genomen is, wacht ons nog steeds ook de Brusselse horde. Het is nu zelfs zo dat in de Baselse regels de nulweging op staatsobligaties niet is opgenomen, althans niet standaard, terwijl voor de Europese implementatie van, in dit geval nog, Basel II de regel is gesteld dat alle staatsobligaties van alle eurozonelidstaten een nulweging moeten krijgen.

Ik kom op het verhaal van de bancaire buffers. Het is goed om in het achterhoofd te houden dat, als we het hebben over de kapitalisatie van het bankwezen, we het altijd hebben over een kapitaalratio: de hoeveelheid kapitaal ten opzichte van een noemer, die bij de leverage ratio bestaat uit het balanstotaal en bij de kapitaalratio, de BIS-ratio, uit risicogewogen activa. Als u mij vraagt waar ik de versterking van die ratio het liefst vandaan zou hebben, dan ben ik ook econoom en dan ben ik het eens met mijn collega van het Centraal Planbureau: ik zou liever kapitaal-emissie en kapitaalversterking hebben dan balansverkorting. Ik moet daarbij wel de kanttekening maken dat ik ook toezichthouder ben en dat in de toezichtregelgeving geen instrumenten zijn om dat af te dwingen. De toezichtregelgeving grijpt alleen aan bij ratio's. In de Capital Requirements Directive staat dat een bank een bepaalde ratio moet hanteren. De beslissing of een bank aan de ratio voldoet door kapitaal-emissie dan wel door balansverkorting, ligt bij de bank zelf. Wij kunnen wel een mening daarover hebben en wij kunnen er ook wel wat moral suasion op toepassen, maar wij kunnen bij de banken niet afdwingen dat kapitaalversterking moet plaatsvinden via aandelenemissies.

Ik kom op grafiek 8. Misschien hebben we daardoor wat verwarring gecreëerd, maar grafiek 8 laat alleen maar de nettorentebaten als percentage van de totale baten zien. Het is dus geen maatstaf van de prijs die de Nederlandse consument betaalt voor zijn krediet ten opzichte van de prijs die een buitenlandse consument betaalt voor een krediet. Het zegt gewoon iets over hoe traditioneel het bankbedrijf is. Traditioneel is dat deel van het bankbedrijf dat afhankelijk is van de rentemarge. Voor de crisis zagen we allerlei avonturen in termen van meer fee-driven business, zoals het zakenbankieren enzovoort. Grafiek 8 laat dus gewoon zien dat het Nederlandse bankwezen geleidelijk aan weer iets traditioneler aan het worden is en weer een groter deel van zijn inkomsten haalt uit het traditionele bedrijf van het innemen van deposito's en het verstrekken van kredieten. Het zegt op zich niets over de rentemarges. We hebben de gegevens over de rentemarges natuurlijk wel. Daarbij kun je ook niet perse alleen kijken naar de tarieven die bij de banken worden aangeboden, maar moet je ook echt goed kijken naar de kostenmarge, de financieringskosten enzovoort. Dan is het nog niet zo evident dat de rentemarges in Nederland zoveel hoger liggen dan in de ons omringende landen.

Ten aanzien van Oekraïne heb ik al gezegd dat de directe exposures klein zijn. Dat geldt ook voor het Midden-Oosten. Als het echter effect heeft op de olieprijs, dan vinden we dat vanuit inflatieoptiek eigenlijk helemaal niet zo gek. Maar goed, dat zullen we straks in het tweede uur aan de orde hebben. Immers, een van de redenen waarom de inflatie nu zo persistent laag is, heeft ook te maken met de daling in de energieprijzen, waaronder de olieprijs. Als het echter de wereldhandel gaat beïnvloeden, dan hebben we weer dat indirecte kanaal waardoor ook de Nederlandse economische activiteit wordt getroffen. Dat is vooralsnog een zeer indirect effect. Daarom denken wij ook dat de effecten daarvan niet zo heel groot zullen zijn.

Over het actieplan voor de kredietverlening wordt actief gesproken. Mevrouw Van Geest en ik zijn met het oog daarop afgelopen week nog op het Ministerie van Economische Zaken geweest. De heer Kamp zal binnenkort met de Kamer hierover communiceren. Het gaat er met name om, het vraagstuk van de financiering van het mkb wat te verbreden, weg van alleen maar kijken naar bancaire kredietverlening en ook kijken naar het versterken van de balans van het mkb in bredere zin. Het gaat dan om risicodragend vermogen, dus ook eigen vermogen voor het mkb. Het gaat ook om zaken als het verlagen van de informatiebarrières. Om het voor bijvoorbeeld beleggers interessant te maken om erin te stappen, zal er toch meer transparantie over de risico's van mkb-kredieten en mkb-kredietverlening moeten komen. Daarvoor is een grotere mate van

standaardisatie van deze leningen benodigd. Het gaat immers om grote aantallen heel kleine leningen, waarvan de transactiekosten relatief hoog zijn. Het samenbrengen van meer informatie over bijvoorbeeld deze leningen kan eventueel helpen om ook deze markt te ontsluiten voor andere aanbieders.

Het allerlaatste punt is de search for yield. Ja, we zien wel hier en daar lokaal wat bubbles: bedrijfsobligaties en high-yield obligaties. Hier en daar zien we die ook op een aantal huizenmarkten. België, het Verenigd Koninkrijk en Zwitserland worden in deze context genoemd. Dat zijn terechte opmerkingen. Straks, in het tweede uur, over het monetaire beleid, zal ik beargumenteren dat daartegenover wat afwegingen staan – ik noem de zorgen over de lage inflatie en de zorgen over het gebrek aan kredietverlening – die maken dat we dit risico op dit moment beperkter achten dan het omgekeerde risico van te weinig doen voor de economische groei en voor de te lage inflatie.

De **voorzitter**: Dank u wel. Volgens mij is nog een vraag blijven hangen van de heer Harbers, namelijk de vraag waarom u toch zo optimistisch bent als het gaat om vastgoed.

De heer **Knot**: Laat ik daar het volgende over zeggen. Ik proefde in de woorden van mevrouw Van Geest – ze mag dat zo dadelijk zelf bevestigen – niet per se twijfel aan onze bevindingen. We hebben vorig jaar een asset quality review in het vastgoed gedaan. Er is additioneel 6 miljard aan kapitaal en voorzieningen aan deze sector toegevoegd, op een totaal van ongeveer 80 miljard. Het is dus een aanzienlijke toevoeging geweest. We hebben de standaarden voor de waardering en het actueel zijn van de waardering daarbij aanzienlijk aangescherpt. Dat was de situatie eind 2012. In het kader van de Europese asset quality review doen we die exercitie nu opnieuw, want onder de impulsen van de ECB moeten we deze exercitie actualiseren voor de standen per eind 2013. De ECB kijkt hierbij dan weer mee als externe partij, als peer die niet betrokken is geweest bij de vorige exercitie. Ik heb er eerlijk gezegd voldoende vertrouwen in dat we met het vierogenprincipe en met het feit dat we voldoende externe mensen naar binnen hebben gebracht ervoor zullen zorgen dat deze asset quality review streng genoeg is en dat zal blijken dat er voldoende aan voorzieningen en kapitaal wordt opgehaald. Nogmaals, in oktober zullen we weten of er überhaupt nog iets bij moet ten opzichte van de 6 miljard die we vorig jaar al hebben laten bijplussen in de sector. Ik heb op dit moment geen reden om eraan te twijfelen dat dat niet adequaat zal zijn.

Mevrouw **Van Geest**: Ik begin met de kredietverlening aan het mkb en zal dan langzaam de andere vragen aflopen. De SP en de ChristenUnie vroegen: is het nu vraag of is het nu aanbod, en op grond waarvan kunnen we nu toch een duiding geven aan iets wat je toch alleen maar als punt kunt observeren? Ik had dat laatste al als caveat genoemd. Ik begin hiermee: als de economie niet groeit maar krimpt, dan is het niet heel raar dat ook de kredietverlening krimpt. Die zaken houden een zekere gelijke tred. Als je meer groei hebt, dan heb je krediet nodig om die groei verder te accommoderen. Als de economie krimpt, dan is het op zichzelf niet zo vreemd dat dat minder wordt. Dat is een soort basisgedachte. Wij kunnen die punten niet observeren. Wel hebben we gezien dat banken rapporteren dat ze met minder kredietaanvragen worden geconfronteerd. ABN AMRO rapporteerde 50% minder kredietaanvragen. Dat suggereert in elk geval wel vraaguitval. Mede daarom denken wij dat het slechter gaat met de vraag. Een deel van de bedrijven doet het gewoon ook slechter. Als je omzet niet groeit, als je geen groeimarkt ziet, is het niet raar dat je niet meer krediet aanvraagt. Dat is ook een soort logica. Op grond hiervan

denken wij per saldo dat het deze keer, op dit moment, vooral een probleem is aan de vraagkant.

Dat betekent niet dat problemen met de kapitaalratio's geen slechte invloed hebben op de kredietverlening. Onderzoek daarover bestaat en is voorhanden. Dat risico treedt ontegenzeggelijk op. Alleen vermoeden wij dat dit in het specifieke geval van het mkb, in deze setting, niet het risico is. Het is wel de reden waarom wij zeggen dat, als straks een kapitaaltekort wordt geconstateerd, wij er de voorkeur aan zouden geven dat het via nieuwe kapitaalemissies wordt opgelost in plaats van via verkorting van de balans. Het is zeker zo, zoals ook de president van DNB zegt, dat de regels voorschrijven dat een bank moet voldoen aan bepaalde ratio's. Naarmate je echter de periode korter maakt waarbinnen deze bank zijn spulletjes weer op orde moet krijgen, neemt de kans af dat je het kunt oplossen via het verkorten van de balans. Dan word je meer gedwongen tot andere routes. Ik meende zelf wat optimisme te ontleen aan het feit dat er afspraken zijn gemaakt om het wat beknopt in de tijd te houden. Het is inderdaad zes maanden, zoals hier wordt gezegd. Volgens mij is dus wel enige creativiteit ingezet om deze route te bevorderen. Ik was daar zelf erg blij mee, om het zo maar te formuleren. De vraag was dus of het vraag was of aanbod. Beide zijn relevant. Wij denken in het specifieke geval van het mkb dat de vraag de dominante factor is geweest, maar dat is geen reden om gerust naar de kapitaalratio's te kijken.

Wat kan het beleid van de ECB betekenen op dit gebied? Volgens mij gaat u straks met de expert daarover doorpraten. Ik ben dus een beetje voorzichtig. Mijn beeld is dat met het beleid van de ECB twee dingen werden beoogd: in de eerste plaats het temperen van de rente, voor zover dat kan, en ten tweede het voorkomen dat het geld dat dan extra beschikbaar zou komen, vooral wordt besteed aan de carry trade, waarbij je met dat goedkope geld overheidsobligaties aankoopt, die dan wat leuker renderen. Hiervoor was het geld, denk ik, eigenlijk niet bedoeld. Dat effect ontstaat juist doordat de overheidsobligaties zo laag worden ingewogen. De president van DNB heeft uitgelegd dat hij met leedwezen ziet dat dit zo nog plaatsvindt en ikzelf denk, als econoom, dat dit in ieder geval niet de goede beprijzing van het risico is. De targeted LTRO is vooral bedoeld om de rente te temperen en er dan voor te zorgen dat het geld niet wordt gestopt in de carry trade en te proberen het naar andere goede doelen te krijgen.

De mate waarin dat werkt, is open. Dat gaan we gewoon allemaal ervaren. De ervaringen in het VK zijn gemengd, is volgens mij het beeld. Daar ben ik eerlijk in. Het is dus geen wondermiddel. Het is echter ook niet per definitie falend. Dan is het dus op zichzelf altijd nuttig om het nog te proberen, denk ik. De mate waarin het werkt, hangt ook een beetje af van de vraag in welke mate de banken het geld echt kunnen doorzetten. Dat heeft er dan weer mee te maken of ze genoeg kapitaal hebben om de monetairetransmissiemechanismen echt goed te laten werken. Ik stel voor dat u dat verder en détail in het volgende deel van het gesprek bespreekt. Ik weet dus niet in welke mate het echt helpt, maar het zou beter kunnen werken naarmate het Nederlandse bankwezen in staat is om dat type extra middelen ook echt door te zetten naar het mkb. Dan moet het mkb echter inderdaad wel een goede aanwending daarvan weten, oftewel een goede, effectieve vraag neerleggen bij het bankwezen. De kans daarop neemt toe naarmate de economie het beter gaat doen, denk ik.

Ik heb de targeted LTRO niet gezien als een poging om een oogje toe te knijpen, zoals de heer Harbers meende te ontwaren. Ik denk namelijk zelf dat dat oogje toeknijpen vooral zit in de risicoweging. Daar heeft deze actie niet zo heel veel mee te maken, althans dat is mijn lezing van de feiten.

D66 stelde een vraag over de situatie waarin Nederland wat extra's zou willen doen. Ik heb niet zo heel veel toe te voegen aan wat de president van DNB heeft gezegd. Ik denk zelf dat de overheid zich vooral moet

richten op het wegwerken van marktfalen. Op dit moment is de informatievoorziening een probleem. Dat is duur. Dat maakt het ook duur voor banken om dit type krediet te monitoren en dus ook om die kredieten te verlenen. Als de monitoring duur is, ga je in de praktijk hoge rentes betalen en eindig je uiteindelijk met alleen maar hoogriskant mkb, dat die rentes dan kan gaan betalen. Maar is dat dan de categorie van bedrijven waaraan je die lening wilt verstrekken? Als de overheid op dat punt kan faciliteren, dan zou dat goed zijn. Ik heb geconstateerd dat het idee van het financieringsregister, dat mij wel aansprak, niet overal met enthousiasme is ontvangen. Dat heeft me persoonlijk wel wat verrast. U kunt het misschien met andere mensen bespreken, maar zelf denk ik dat dat een nuttige rol kan vervullen om de monitoringskosten te verlagen en ook om de mogelijkheid te openen om een deel van die leningen uiteindelijk weer te verpakken en dan op een andere manier weg te zetten. Er is nu het initiatief van de NII, de Nederlandse investeringsinstelling. Dat kan natuurlijk alleen maar als er ook voldoende data zijn om de leningen te uniformeren en te standaardiseren en vervolgens ook te verpakken en van de balans af te halen. Dat lijkt mij het belangrijkste. Op dit moment is Qredits al een populaire faciliteit, die veel wordt gebruikt, terwijl bij de BMKB sprake is van onderbenutting. Ik zeg niet dat het per definitie zo is dat het dan handiger is om meer geld te stoppen in Qredits en dat minder geld storten in de BMKB de route voorwaarts is, maar het is wel een opvallend verschil in druk op de regelingen. Voor het overige denk ik dat het de vraag is of het Europese systeem van financiering van het bedrijfsleven op lange termijn houdbaar is. In Europa wordt daarbij heel veel geleund op bankfinanciering, in tegenstelling tot de situatie in de Angelsaksische wereld. Misschien moet de beweging van minder leunen op bankkrediet en meer op financiering van de financiële markten wel worden ingezet, maar dat vergt dan wel een andere verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen. Als je meer rust op financiering van de financiële markten, dan moet de monitoring voor een deel de facto plaatsvinden, ondanks het feit dat de aandeelhouder zelf pijn gaat leiden als het misgaat. Dit is wat ik wilde zeggen in antwoord op de vraag van de heer Koolmees.

Ik kom ten slotte op de leverage ratio. Dat is een onderwerp waar mensen elkaar gezellig mee bezig kunnen houden. Laat ik er het volgende over zeggen. Een hoge leverage ratio kun je bekijken vanuit de vraag of je de belastingbetaler wilt beschermen tegen het onverhoopt toch weer omvallen van een bank. De mate waarin de leverage ratio dan nuttig kan zijn, moet je in samenhang bezien. Je kunt het niet alleen maar bezien in termen van de leverage ratio. Het is namelijk een soort complex van maatregelen die ervoor kan zorgen dat de belastingbetaler uiteindelijk niet opdraait voor de schade. Ten eerste is het de vraag hoe goed de banken zelf de risico's van de verschillende leningen wegen. In hoeverre geloof je dat de risicogewogen kapitaalratio's de risico's adequaat dekken? Dat is de eerste vraag die je voor jezelf moet beantwoorden als je dat doet. De tweede vraag is als volgt. Er zijn allerlei «bail-in»-afspraken en «bail-in»-instrumenten gemaakt. In welke mate denk je dat je die instrumenten goed kunt opschrijven, zodat ze effectief blijken als de nood aan de man komt? Dan is er ook nog de categorie «living wills», waarbij je ervoor kunt zorgen dat je een deel van de problemen in ieder geval niet bij de belastingbetaler laat belanden. Als je heel veel geloof hecht aan deze instrumenten, dan is men met 3% misschien ook wel rond. Als je wat gereserveerder bent ten aanzien van deze instrumenten, dan denk je: 3% is wel veel minder dan we in het verleden nodig hebben gehad. Ik noem even wat cijfers. In de laatste eurocrisis was een leverage ratio van 5% voldoende geweest om de belastingbetaler in de eurozone niet te laten betalen. In de VS zat je dan op 7% en wat langer geleden op 8,5%. Dat soort getallen in ogenschouw nemend constateer ik dat 4% gelukkig in



ieder geval hoger is dan 3%, maar dat iets hoger ook geen kwaad had gekund als je er zeker van wilt zijn dat de belastingbetaler geen schade lijdt.

Daar wil ik het maar bij laten.

De **voorzitter**: Dank u wel. Ik kijk even met een schuin oog naar de klok, want we willen natuurlijk ook recht doen aan het tweede deel van ons gesprek. Ik kijk toch nog even of bij de collega's misschien nog een vraag op de lippen brandt. Die vraag mag dan worden gesteld.

De heer **Tony van Dijck** (PVV): De vraag waarom de bankbalansen met 200 miljard zijn gekrompen, terwijl de bank toch over meer kapitaal beschikken, is nog niet beantwoord. Dat is voor mij nog steeds een raadsel.

De heer **Knot**: Dat klopt. Het antwoord daarop ligt besloten in het feit dat het hier gaat om ratio's. De bankbalansen zijn gekrompen en tegelijkertijd zijn de winsten ingehouden. Er is weinig kapitaal geëmitteerd door de Nederlandse banken. Dat heeft geleid tot kapitaalversterking in termen van het verbeteren van de ratio. De ratio is kapitaal gedeeld door de omvang van de balans, al dan niet risicogewogen. Een deel van die ratioverbetering is gekomen door het krimpen van de omvang van de balans en een deel door het inhouden van winsten.

De heer **Tony van Dijck** (PVV): Heel kort. We hebben het over het krimpen van balansen ten koste van de kredietverlening.

De heer **Knot**: Dat hoeft niet. Het kan ook gaan om verkoop van buitenlandse onderdelen.

De heer **Tony van Dijck** (PVV): Ik wil graag weten: wat is dan het percentage van die 200 miljard dat winstinhouding, verkoop van onderdelen en kredietkrimp heeft bewerkstelligd? Dat zijn de drie factoren die van invloed zijn.

De heer **Knot**: Zoals ik het begrijp, is die 200 miljard in ieder geval balanskrimp. Balanskrimp is echter weer niet per se kredietkrimp. Het kan namelijk ook liggen in het afstoten van bepaalde onderdelen. Daarbij wil ik dan ook het punt maken dat een deel van de kredietverlening die we voor de crisis hebben gezien, uiteindelijk ook excessief was. Die leveraging, het omlaagbrengen van de hoeveelheid hefboomwerking in het bankwezen, bij consumenten en bij overheden, is gewoon ook een noodzakelijke correctie geweest op de excessen uit het verleden. Dus niet elke krimp van een balans is per se een slechte ontwikkeling. Voor de crisis zijn dit soort grootheden iets te hard gegroeid. Dat er een aanpassing heeft moeten plaatsvinden, is onmiskenbaar het geval. Gelet op de terugval in de investeringen is het logisch dat bedrijven daarvoor minder krediet aanvragen, want ze zien gewoon minder investeringsmogelijkheden. Het is dus een logische correctie.

De **voorzitter**: Dank u wel. Als er verder geen brandende vragen meer zijn, dan dank ik in ieder geval mevrouw Van Geest voor haar aanwezigheid en haar verhelderende toelichting, helemaal uit zichzelf maar ook in reactie op de vragen. U gaat ons nu verlaten, zo heb ik begrepen. Ons dankwoord voor de heer Knot houden we nog even aan. We zullen zo bezien hoe het tweede deel van ons gesprek verloopt.

(Mevrouw Van Geest verlaat de zaal.)

De **voorzitter**: Het tweede deel heeft alles te maken met een aantal recente monetaire besluiten van de raad van bestuur van de Europese Centrale Bank. Ook bij dit deel stel ik voor dat de heer Knot aftrapt met een toelichting. Dan bekijken we of de collega's na of misschien zelfs wel door die toelichting nog vragen hebben.

De heer **Knot**: Ook hierbij geldt dat ik zo vol ben van monetair beleid dat ik dolgraag af en toe een toelichting daarop kom geven en mensen deelgenoot maak van wat wij daar doen. Het is u bekend dat wij het monetair beleid in grote onafhankelijkheid voeren in Frankfurt. De keerzijde van onafhankelijkheid is, wat mij betreft, transparantie en rekenschap afleggen. Je moet dus elke gelegenheid te baat nemen om maatregelen toe te lichten op het moment dat daarover vragen ontstaan. We hebben in juni besloten om een breed pakket aan additionele monetaire maatregelen te nemen. Aan dit pakket lagen twee problemen ten grondslag. Het eerste probleem is het probleem van de inflatie. We hebben een doelstelling van prijsstabiliteit: inflatie op de middellange termijn onder de 2%, maar zo dicht mogelijk bij die 2%. Welnu, bij de huidige inflatie is het niet zozeer problematisch dat zij slechts op 0,5% ligt in de eurozone, maar wel dat de vooruitzichten voor de rest van 2014, 2015 en 2016 voorzien in een inflatie die langdurig onder die 2% zal blijven. Wij voorzien op dit moment 1,4% in 2016. Dat is nog steeds te laag. Dat is nog steeds onder onze doelstelling van prijsstabiliteit. Vandaar dat de vraag op tafel kwam of we daar toch niet iets aan moeten doen middels additionele monetaire verruiming. Die vraag hebben we dus positief beantwoord.

Het tweede probleem zat hem niet zozeer in de algemene monetaire condities in de eurozone als wel in de wijze waarop die condities zich vertalen naar de reële economie. In technische termen noemen we dit: het monetaire transmissieproces. Daarin zat een aantal verstoppingen. Daarmee doel ik op het feit dat de impulsen die we met ons beleid gaven, niet aankwamen bij de reële economie. Die verstoppingen treden met name op in het zogenoemde bank-leenkanaal. Doordat wij het monetaire beleid verruimen, kunnen de banken zich goedkoper financieren en kunnen ze ook goedkoper leningen geven aan de reële economie. Op die manier vertaalt de lagere rente zich dan ook door naar consumenten en bedrijven. Dat bank-leenkanaal werkt niet heel goed. Nogmaals, het is heel moeilijk om te bepalen wat precies vraag naar krediet is en wat aanbod van krediet is. We konden echter wel het volgende observeren. Hoewel de financieringskosten voor banken significant lager zijn geworden en omlaaggebracht zijn in de afgelopen tijd, hebben de uitleentarieven van veel banken voor met name het mkb niet een parallelle daling laten zien. Waaraan kan dat liggen? Dat kan liggen aan onvoldoende kapitaal in het bankwezen. Dat proberen we te counteren door middel van de comprehensive assessment. Het kan echter ook zijn dat de kosten-batenanalyse van uitleen, opbrengst en financieringskosten voor de banken toch net onvoldoende positief is om deze kredietverlening tot stand te brengen. We weten het niet zeker.

We wilden in ieder geval zelf alles doen wat in ons vermogen lag om de beschikbaarheid van krediet, dus het aanbod van krediet door de banken, zo veel mogelijk te stimuleren. Daarom zijn we gekomen met die zogenoemde targeted LTRO, Longer-Term Refinancing Operations. «Targeted» betekent dat het gefocust is, dat de liquiditeit niet zomaar beschikbaar is, dat die alleen maar beschikbaar is voor een bepaald oogmerk. We hebben geprobeerd om dat oogmerk zo veel mogelijk in te kaderen. Een belangrijk verschil met bijvoorbeeld het Funding for Lending Scheme van de Bank of England, waaraan zojuist ook mevrouw Van Geest refereerde, is dat onze targeted LTRO echt alleen maar getarget is op de zakelijke kredietverlening, dus leningen aan het bedrijfsleven, terwijl in het Verenigd Koninkrijk bijvoorbeeld ook de hypothecaire kredietverlening

deel uitmaakte van deze maatregel. Dat heeft ertoe geleid dat in het Verenigd Koninkrijk vrijwel al deze financiering naar de huizenmarkt toe is gelopen.

Het is een concreet voorbeeld – ik wil het toch noemen – waarmee we als ECB hebben willen laten zien dat we wel degelijk oog hebben voor de search for yield en voor het risico dat we weer bepaalde onevenwichtigheden aan het opblazen zijn op bepaalde activamarkten. Daarom hebben we de hypothecaire kredietverlening expliciet uitgesloten van deze targeted LTRO.

De lage inflatie kan het best worden tegengegaan door monetaire verruiming. We zitten daarbij alleen wel met het probleem dat de rentes zo langzamerhand heel dicht bij 0% liggen. Dan komt de vraag op tafel: kunnen rentes negatief worden? We dachten en denken nog steeds van wel. Het gaat hier overigens wel om de rente die banken betalen om hun exces aan liquide middelen, de middelen die ze wel ergens hebben opgehaald maar niet kwijt kunnen en dus maar bij de ECB stallen. Daarop wil men een negatief rentetarief gaan heffen in de hoop dat dat een extra prikkel voor die banken is om het geld niet bij ons, bij de ECB in Frankfurt, neer te zetten maar om dat uit te lenen aan de reële economie. Die verlaging zal wel worden doorgegeven in bijvoorbeeld spaartarieven enzovoort, maar dat zal er zeker niet toe leiden dat de spaartarieven negatief zullen worden, want de spaarrentes liggen toch nog wel redelijk boven 0% en zullen ook wel boven 0% blijven.

Er waren dus twee problemen. Het eerste was de lage inflatie. Dus kwam er renteverlaging. Het tweede was verstopping van het bancaire kredietkanaal. Dus kwam er een specifieke maatregel, gefocust op het stimuleren van de zakelijke kredietverlening.

De vraag is opgekomen – ik anticipeer daarop – in hoeverre dit een maatregel is die een specifieke uitwerking voor Nederland zou kunnen hebben. In hoeverre zijn de Nederlandse belangen hierbij geborgd? Mijn eerste reactie daarop is de volgende. De twee problemen die ik voor Europa heb geïdentificeerd, namelijk een te lage inflatie en een moeizame zakelijke kredietverlening, doen zich in Nederland met dezelfde intensiteit voor. Ik noem een voorbeeld. De inflatie in Europa is 0,5%, zo was de laatste lezing in mei. In Nederland was die 0,1%. Ook de zakelijke kredietverlening is in Nederland negatief, zoals we zojuist, in het eerste deel van deze sessie, uitgebreid aan de orde hadden. Dat is het geval in Europa, in de eurozone, en ook in Nederland. Eigenlijk zou je dus kunnen zeggen dat de twee problemen die we op Europese schaal hebben geprobeerd te adresseren, zich in dezelfde mate van intensiteit in Nederland voordoen. Dit rentebesluit is niet genomen vanuit Nederlands perspectief, maar zou het wel vanuit Nederlands perspectief zijn genomen, dan zou dat heel wel te verdedigen zijn vanuit dat perspectief. Daar zou ik het voor nu bij willen laten.

Misschien nog iets over de bijwerkingen. We zijn ons natuurlijk bewust van de eventuele risico's van een langdurig ruim monetair beleid. Daarmee kunnen nieuwe zeepbellen ontstaan. Het kan op korte termijn nadelig zijn voor spaarders en pensioenfondsen, maar dan zeg ik er wel bij: hier speelt wel iets van de geldillusie. In nominale termen lijkt het onvoordelig, maar tegelijkertijd is de inflatie extreem laag. Uiteindelijk gaat het om het reële rendement dat je behaalt op bepaalde vormen van sparen dan wel beleggen. Om dat rendement te maximaliseren, hebben partijen vooral belang bij het feit dat het economisch herstel in de eurozone van de grond komt en wordt geschraagd. Uiteindelijk zijn de maatregelen daarop gericht. Uiteindelijk wordt het rendement op spaargeld, op beleggingsgeld enzovoort toch bepaald door de groei die de economie laat zien. Deze maatregel is dus genomen om de zwakke economische activiteit en de zwakke inflatievooruitzichten tegen te gaan en zo het economisch herstel te ondersteunen. Daarmee zouden de lange rentes dan ook weer op een wat hoger niveau komen. Nogmaals, de lange

rentes worden niet alleen bepaald door de korte rentes die wij als monetairbeleidsmakers vaststellen. Ze worden ook bepaald door verwachtingen over groei en verwachtingen over inflatie. Het aanjagen van verwachtingen over groei en het aanjagen van verwachtingen over inflatie zal uiteindelijk ook de lange rente weer op een hoger niveau brengen. Dat geldt ook voor de ontwikkelingen buiten de eurozone. Het is te verwachten dat in het Verenigd Koninkrijk en in de Verenigde Staten aanzienlijk eerder zal worden overgegaan tot monetaire verkrapping. Dat zal dan ook de lange rente op dat moment doen bewegen.

De **voorzitter**: Dank u wel voor de toelichting. Ik kijk even naar de collega's uit de Kamer. Ik stel voor dat we gewoon weer het rijtje af gaan.

De heer **Van Hijum** (CDA): Hartelijk dank voor ook deze toelichting. U hebt er terecht op gewezen dat de Kamer er niet over gaat. Dat is trouwens ook nooit zo geweest als het over monetair beleid gaat. Er wordt zelfs niet meer op nationaal niveau over besloten.

Dit besluit van de ECB heeft heel veel reacties opgeroepen, zo valt mij op. Ze roepen vragen op over de effectiviteit van renteverlaging. Gaat die zich echt doorvertalen naar meer economische activiteit, meer kredietverlening en meer consumptie, die uiteindelijk die prijsstijging moeten gaan opleveren? Maar ook roepen ze de vraag op of er niet eens een moment komt waarop het middel erger wordt dan de kwaal. Ik noem de uitholling van spaar- en pensioenvermogen, waarop ook u wees, alsook de vertroebeling van het zicht op reële risico's die op de financiële markten worden gelopen, dus de zeepbellen. En – we hadden het net over de hervormingen – wordt de noodzaak tot hervormen en doorpakken met deze maatregel niet verminderd, waardoor hij uiteindelijk contraproductief zou werken? Ik hoor graag nog een nadere toelichting op deze kritische reacties.

De heer **Nijboer** (PvdA): Ik heb twee korte vragen. De eerste vraag gaat over de effecten die de negatieve rente heeft voor de liquiditeit tussen banken. Dat was een probleem van de crisis, vooral in Nederland, met zijn funding gap. Ik kan me voorstellen dat men toch geneigd is om elkaar meer te vertrouwen en meer aan elkaar uit te lenen. Wat voor effect heeft het daarop? Daar heb ik nog niet zo veel over gehoord.

De tweede vraag betreft het volgende. Voor een deel wordt een onderzoek naar de targeted approach aangekondigd. Ik ben benieuwd op welke termijn dat onderzoek er zal zijn. En hoe wordt het gekoppeld en geoperationaliseerd? Dat wordt natuurlijk onderzocht, maar misschien kan daarover nog iets meer worden gezegd.

De **voorzitter**: Dank u wel. Ik zie dat het voor de heer Koolmees allemaal helder was. Dan is het woord aan de heer Merkies.

De heer **Merkies** (SP): Ook voor mij is het helder, maar ik heb nog wel vragen. De vraag over de TLTRO stelde ik ook al aan Minister Dijsselbloem, maar nu zit ik nog dichter bij de bron, en dat is eigenlijk nog beter. Het gaat over de 400 miljard waarover wordt gezegd: het is funding for lending, dus je moet het wel uitgeven, je moet het uitlenen aan het midden- en kleinbedrijf. Mijn vraag was: hoe weet je nu of ze ook werkelijk meer gaan uitgeven, of ze meer gaan lenen aan het mkb? Het kan namelijk ook in de plaats komen van leningen die je toch al aan het mkb gaf. Ik las in wat we toegestuurd hebben gekregen, dat er een benchmark zou zijn, dus dat wordt bekeken of de kredietverlening aan bedrijven en consumenten wel of niet boven een bepaalde ECB-benchmarkwaarde komt. Blijkbaar is dat dan niet aan het product zelf gekoppeld maar aan een totale benchmark. Ik vroeg me af hoe die benchmark wordt vastgesteld.

Mijn andere vraag betreft de ideale inflatie. De heer Knot noemde die 2%. Dat wordt al langer genoemd. Ik zou me echter kunnen voorstellen dat er ook wat dat betreft een soort voortschrijdend inzicht komt. Laat ik het anders zeggen. De situatie is veranderd. Er zijn enorme schulden. Er is zowel een privateschuldenberg als een overheidsschuldenberg. In zo'n situatie kun je je voorstellen dat een wat hogere inflatie – ik pleit daar overigens niet voor – invloed heeft op die ideale norm.

Mevrouw **Schouten** (ChristenUnie): Ik ben een beetje in verwarring. We hebben net gehoord dat er eigenlijk geen sprake was van kredietuitval, althans men kon dat niet zo duiden. We gaan nu echter wel maatregelen nemen die juist het aanbod erg gaan pushen. Als het aanbod niet het probleem is, zoals ik net hoorde, hoe zullen deze maatregelen dan effectief zijn? Is het niet een te generalistisch instrument voor de specifieke situatie in de verschillende landen? Ik kan me voorstellen dat het in andere landen misschien wel effectief is. Is het voor Nederland dan niet een veel nadeligere maatregel?

Daarnaast zie ik ongeveer dat banken aan alle kanten worden opgejaagd: «Stop niet uw geld bij ons. We hebben een negatieve rente. We willen dat u het geld als het ware gewoon gaat uitgeven.» Tegelijkertijd zien we dat dit nog niet heel erg gebeurt. Misschien hebt u daar wel aanwijzingen voor. Dan hoor ik dat graag. Maar waar blijft dat geld dan wel? Het zal toch ergens staan.

De heer **Tony van Dijck** (PVV): Ik vraag me wel iets af. Volgens mij ziet de ECB de ziekte wel, maar dient hij het verkeerde medicijn toe. We zien allemaal dat de inflatie veel te laag is. Die daalt en daalt en daalt alleen maar. En de rente staat bijna op 0%, al jaren. Die rente doet niets aan de inflatie. Met andere woorden: je kunt de rente weer met een kwart procentje verlagen, maar de inflatie zal daar niet op reageren. Verder zit de kredietverlening op slot. Het probleem van de banken is niet dat ze te weinig liquiditeit of te weinig toegang tot kapitaal hebben. Er is gewoon weinig kredietverlening omdat het daarbuiten allemaal zwakke bedrijven zijn en banken, al dan niet terecht, terughoudend zijn om aan hen te lenen. Dan kun je er wel een zak geld naartoe gooien en zeggen «leen alsjeblieft uit», maar die banken denken allemaal precies hetzelfde: dit bedrijf staat bijna op omvallen en daar leen ik helemaal niks aan. Dus ook liquiditeit is niet het probleem. Misschien heeft de ECB geen andere medicijnen dan die twee en begint hij daarom maar een beetje te spuiten, maar de vraag is wat het echte probleem is. Het echte probleem is dat gedurende de crisis de lasten veel te hoog zijn geworden. Met de btw-verhoging haal je niet de inflatietargets. De accijnzen zijn verhoogd. De huizen staan onder water. Mensen geven niks uit. Dat is het probleem. Dat is het probleem van de inflatie. Dus de enige manier om de vraag te stimuleren ...

De **voorzitter**: Mijnheer Van Dijck, is uw vraag aan de heer Knot dan: vindt u dat ook niet? Of hebt u nog een andere vraag?

De heer **Tony van Dijck** (PVV): De vraag is: is het niet zo dat de ECB eigenlijk uitgespeeld is, maar twee medicijnen in het kastje heeft staan en wel wat wil doen maar eigenlijk in de range van mogelijkheden alleen maar die twee medicijnen probeert? Dit is een concrete vraag. De LTRO in eerste instantie, die 1.000 miljard, had ook geen effect. En de eerdere renteverlagingen hadden ook geen effect op de inflatie. Mijn cruciale vraag aan de heer Knot is dus: als de heer Knot president van de Nederlandsche Bank was geweest in een autonoom land, met een eigen munt, had hij dan dezelfde maatregelen genomen of zijn deze maatregelen er als gevolg van de monetaire unie, waarin we eigenlijk niks te zoeken hebben?

De **voorzitter**: Dat was de vraag.

De heer **Harbers** (VVD): Ik heb twee vragen, die beide in het verlengde liggen van een al gestelde vraag. De eerste vraag betreft het volgende. Mevrouw Schouten vroeg terecht: als in Nederland niet het aanbod maar de vraag het probleem is, waar komt het geld van de LTRO dan terecht? Ik koppel daaraan de vraag of de heer Knot al echt verwachtingen heeft, of al concreet in kaart is gebracht in welke mate het Nederlandse bankwezen gebruik wil gaan maken van deze faciliteit.

De tweede vraag ligt in het verlengde van wat de heer Van Hijum aangaf. De lage rente kan ook weer een soort moral hazard in zich hebben, namelijk dat sommige landen weer achterover gaan leunen bij hervormingen. In welke mate heeft de heer Knot in de raad bij de ECB meegewogen dat dit een gevolg kan zijn? En zit er ergens nog een way-out in als het gewoon niet gebeurt, als Italië en Frankrijk niet thuis geven, zoals we in het vorige blok al bespraken? Dat roept sowieso de vraag op waar dit beleid eindigt. Is er ook over nagedacht in welke situatie we deze knoppen weer kunnen terugdraaien of het daarmee kunnen uitzetten?

De heer **Knot**: Dank voor alle vragen. Laat ik beginnen met het volgende te zeggen. Als ik zou geloven dat renteverlaging geen effect zou hebben op de inflatie, dan ... Dit is onze kernactiviteit. De rente beïnvloedt financieringscondities en financieringscondities beïnvloeden de economische activiteit en daarmee uiteindelijk ook de bezettingsgraad en de inflatie. Als getwijfeld wordt of rentemutatie überhaupt zinvol is, dan kun je er ook aan twijfelen of het nog wel zinvol is om een centrale bank te hebben en monetair beleid te voeren. Zover ben ik in ieder geval nog niet. Ik weet wel dat er afnemende meeropbrengsten zijn. Als de rente al dicht bij 0% is en je hem nog wat verder omlaagbrengt, dan is het misschien minder effectief dan als je de rente van 8% naar 7% zou terugbrengen. Hoe dan ook, het rentebeleid is in het verleden ook altijd van invloed geweest op de financieringscondities en daarmee op activiteiten. Ik heb er alle vertrouwen dat dit in de toekomst ook zo zal blijven.

Ik wil dus meteen wel even tegenspreken dat de oude LTRO geen effect zou hebben gehad. We spreken nu natuurlijk in counterfactuals. De oude LTRO is in december 2011 in de markt gezet. Ik ben er echt van overtuigd dat zonder die maatregel in feite de financiering van het hele Europese bankwezen was vastgelopen. Dan hadden we een veel grotere systeemcrisis gehad dan zich al dreigde te ontrollen mét deze maatregel. Renteverlaging is dus effectief. Nog steeds, al was het maar vanwege bijvoorbeeld het effect dat die heeft gehad op de wisselkoers. Voordat de ECB kenbaar maakte dat hij bereid was om wat betreft de rente nadere stappen te zetten, dreigde de wisselkoers door de 1,40 dollar te gaan. Meteen na de eerste hint op deze renteverlaging is de koers van de euro weer iets gedaald, naar 1,35 of 1,36. Sinds de renteverlaging is de euro daar ook redelijk stabiel gebleven. Dat heeft op zich al een effect op de inflatie. Dat heeft op zich al een effect op het concurrerend zijn van Europese producten, wat zal leiden tot extra vraag naar Europese producten.

Is het middel erger dan de kwaal? Ja, als het gaat om het punt van de moral hazard en om de vraag of de noodzaak tot hervormingen niet wordt weggenomen door het «makkelijke medicijn van goedkoop geld». Natuurlijk speelt dat een rol in onze discussies. Natuurlijk speelt in onze discussies ook voortdurende teleurstelling een rol, bijvoorbeeld als je ziet dat hervormingen worden uitgesteld, dat bezuinigingen worden uitgesteld of dat er te weinig nadruk komt te liggen op het terugbrengen van schulden enzovoort. Dat is echter wat anders dan te zeggen dat je het navolgen van het primaire mandaat – dat is voor ons toch echt: prijsstabiliteit – opzij moet schuiven vanwege het feit dat misschien andere beleidsmakers niet bereid zijn om hun werk te doen. Dit laatste is een

bijwerking van het feit dat wij als ECB eigenlijk niets anders doen dan ons mandaat uitvoeren, namelijk zorgen voor prijsstabiliteit. Dat is inflatiege-definieerd: zo dicht mogelijk bij de 2%. Het speelt dus wel een rol, maar wij moeten ons toch houden aan ons primaire mandaat, dat altijd belangrijker is dan de bijwerkingen. Het is echt aan de beleidsmakers die gaan over de overheidsfinanciën en de structurele hervormingen, om hun deel van de deal te leveren.

Ik kom op de interbancaire markt. Jazeker, ik denk dat de negatieve depositorente ertoe zal leiden dat banken die nu nog geld wegzetten bij de ECB, eerder geneigd zullen zijn om het dan maar bij collega-banken weg te zetten. Dat kan ook een goede beweging zijn, want die collega-banken zijn misschien banken die anderszins moeilijk aan deze middelen zouden kunnen komen en daarvoor wel productieve doeleinden hebben in termen van kredietverlening aan de reële economie.

De vraag is of het nu kredietvraag of -aanbod is. We moeten niet vergeten dat we die discussie zojuist puur in de Nederlandse context hebben gevoerd. Als het gaat om de perifere landen, dan denk ik dat het wel degelijk kredietvraag én kredietaanbod is. Overal in Europa vindt de leveraging plaats. Banken zijn bezig met het herstellen van hun eigen balansen en zijn in dat proces terughoudend met kredietverlening. In bepaalde perifere landen bereikt de leveraging echter wel een zodanige intensiteit dat je echt wel kunt spreken van een credit crunch en dat er ook sprake is van aanbodfactoren.

Dat het 100% effectief is, kan ik ook niet garanderen. Ik kan echter wel garanderen dat we het maximale hebben gedaan wat binnen ons vermogen ligt om ervoor te zorgen dat krediet beschikbaar is. Of het dan wordt opgenomen, ligt inderdaad aan de kredietvraag. Dat ligt niet binnen ons vermogen. We hebben echter wel het maximale gedaan om ervoor te zorgen dat er krediet beschikbaar is. Dat is het maximale dat we kunnen doen aan het laten functioneren van het monetairetransmissieproces, van het laten functioneren van het proces dat ervoor zorgt dat de monetaire stimulansen die we geven, ook werkelijk de reële economie bereiken.

De heer Merkies had een aantal technische vragen over de uitwerking van de targeted LTRO. Die vragen moeten we deels nog uitwerken. Het is geen gegeven dat de 400 miljard zal worden opgenomen. Het is het maximum dat we hebben gesteld. Het is 7% van de huidige zakelijke kredietverlening in Europa. Het is de maximale take-up. Er wordt daarbij van uitgegaan dat alle banken de ruimte die geboden is om onder deze faciliteit liquiditeit op te nemen, maximaal zullen benutten. Dat zullen we pas weten nadat de twee veilingen van deze liquiditeit, in september en december, hebben plaatsgehad. Vervolgens gaan we monitoren wat de banken met deze liquiditeit gaan doen. Ze zullen ons daarover maandelijks moeten rapporteren. Per bank gaan we dan bekijken wat de kredietverlening in de afgelopen periode is geweest. Dat is het woord «benchmark». Dan gaan we per bank, per individuele instelling, een benchmark stellen en gaan we monitoren of de feitelijke kredietverlening op een hoger niveau ligt dan het benchmarkniveau. De banken hebben twee jaar de tijd om die situatie te bewerkstelligen. Als dat niet het geval is, zullen ze in één keer, binnen twee jaar van nu, het hele bedrag moeten terugbetalen. Eigenlijk is het geen terugbetaling, want we gaan het doen via een repo, die over twee jaar afloopt.

Waarom hebben we voor een periode van twee jaar gekozen? Dat is om de volgende reden. Als je kijkt naar waar de staatsobligatierentes op de tweejaarstermijn liggen, dan is het net onvoldoende aantrekkelijk voor de banken om carry trades te gaan plegen. De rente op tweejaarsstaatsobligaties is simpelweg te laag voor de banken om dit spel te spelen, om het geld bij ons op te halen, dan te pretenderen dat er zakelijke kredietverlening plaatsvindt en het dan de facto in staatsobligaties te stoppen. Is dit model helemaal failproof? Natuurlijk niet. Geen enkel model is dat. Ik denk echter wel dat we voldoende waarborgen hebben ingebouwd om zo

zeker mogelijk te stellen dat deze liquiditeit alleen maar wordt opgenomen door banken op het moment dat ze ook echt het doel hebben om daarmee additioneel krediet te verlenen. Mocht het zo zijn dat de analyse voor Nederland is dat het alleen maar kredietvraag is, dan verwacht ik een lage take-up van Nederlandse banken. Maar we zullen het zien. Dat zullen we moeten afwachten.

Ik kom op de 2% inflatie. Daar ligt een hele wereld achter. 2% inflatie is prijsstabiliteit. In de manier waarop we de ontwikkeling van consumentenprijzen meten, houden we geen rekening met bijvoorbeeld verbetering van kwaliteit van producten of met het feit dat van betere producten er meer worden gekocht. Het mandje dat we meten, veronderstelt constante gewichten, terwijl de gewichten in de praktijk niet constant zijn. Er is dus een aantal meetfouten die je hebt op het moment dat je zou sturen op 0% inflatie. Uit een berg empirisch onderzoek blijkt dat ongeveer 2% prijsstijging gemeten op de manier waarop wij meten, een weerspiegeling vormt van het feit dat de prijzen eigenlijk net zo veel zijn gestegen als de kwaliteit van het product, dat rekening is gehouden met een veranderd consumptiepatroon over de tijd enzovoort.

Dit betekent nochtans dat je, als je een inflatie van boven de 2% zou nastreven, dan daadwerkelijk inflatie hebt, ook in de economische zin van het woord. Wat is het probleem van een klein beetje meer inflatie? Dat zet een proces in gang dat bijna niet hanteerbaar is. Als je zegt «laten we 3% inflatie doen in plaats van 2%», dan gaat de hele private sector zich ook op 3% inflatie instellen. Op dat moment is het genereren van 3% inflatie niet meer effectief. Om dan nog de markt te verrassen, moet je eigenlijk 4% inflatie hebben. Dan duurt het een tijdje voordat in het proces van loonvorming enzovoort men erachter is dat de inflatie 4% is. Dan krijg je dus looneisen van 4%. Wil je dan nog de vraag stimuleren, dan zul je de inflatie op 5% moeten brengen. Dan kom je dus in de verkeerde spiraal terecht. Ik denk dat er inmiddels genoeg ervaringen in de wereld zijn om in te zien dat dit een heilloze weg is. Daarom streven wij naar 2%. De argumenten waarom het 2% moet zijn, voor het bepalen van wat prijsstabiliteit is, zijn vandaag de dag nog steeds even relevant als in het verleden.

Ik ben dus ook niet voor het wegwerken van een hoge schuldenberg door de inflatie. Ook wat dat betreft zijn er in de geschiedenis een aantal episodes geweest waaruit is gebleken dat ook dat proces zeer moeilijk beheersbaar is. Mijn heel simpele advies zou daarom zijn: niet aan beginnen.

De heer Van Dijck stelde een vraag over ziekte versus medicijn. Ik denk dat ik er ook deels al wel aan geraakt heb. Ik kan niet garanderen dat dit medicijn werkt, maar ik denk wel dat dit, gelet op de toch wel vrij nauwkeurige identificatie van wat dan de ziektes zijn, het meest gerichte medicijn is dat wij kunnen toedienen. Nogmaals, ook de andere beleidsmakers, degenen die verantwoordelijk zijn voor het financiële overheidsbeleid en degenen die verantwoordelijk zijn voor structurele hervormingen, zullen hun werk moeten doen om de bestedingen aan te jagen binnen de verschillende lidstaten, om de groeipotentie in de verschillende economieën tot meer wasdom te laten komen. Dat stelt ons dan ook in staat om langer te wachten met het weer verhogen van de rente. Immers, hoe meer capaciteit er in de economie wordt gecreëerd, hoe langer er gegroeid kan worden zonder dat dat weer tot inflatie leidt.

Ik denk dat ik hiermee ongeveer de vragen langs ben geweest.

De **voorzitter**: Ik zie in ieder geval nog een vinger van mevrouw Schouten. Er is dus vast nog een vraag aan u.

Mevrouw **Schouten** (ChristenUnie): De heer Harbers en ik hadden samen de vraag: waar blijft dat geld nu dan, als het niet bij de ECB wordt gestald en het ook niet in het aanbod gaat zitten? Waar blijft het?



De heer **Knot**: Ik hoop dat dat leidt tot meer kredietverlening. Het kan worden uitgeleend aan banken die het op dit moment niet op de interbancaire markt kunnen krijgen. Zij krijgen het geld straks dus wel. Die banken zullen dan waarschijnlijk minder geld bij onze reguliere liquiditeitsoperaties in Frankfurt gaan ophalen. Dat leidt allemaal weer tot de situatie dat, als de interbancaire bank weer gaat functioneren, overschotten en tekorten, die er op de Europese geldmarkt altijd zijn, op de markt zelf worden weggewerkt. Dat geeft de banken ook de prikkel om elkaar te monitoren, wat uiteindelijk ook een vorm van marktdiscipline is. Dat is een betere, gezondere situatie dan de situatie dat alle overschotbanken hun overschot in Frankfurt wegzetten en alle tekortbanken hun tekorten in Frankfurt komen aanzuiveren. Uiteindelijk is dat, denk ik, een verbetering van de situatie, zeker in termen van de discipline die de banken dan ook op elkaar zullen uitoefenen doordat ze wat betreft de financiële soliditeit elkaar in de gaten zullen houden zodra ze geld aan elkaar uitlenen.

De **voorzitter**: Dank u wel. Er is kort nog even tijd voor een tweede rondje.

De heer **Tony van Dijck** (PVV): Ik hoorde de president van de Nederlandsche Bank niet over sterilisatie. Is sterilisatie nu helemaal losgelaten? Mijn andere vraag is: in hoeverre is het OMT nog in the picture?

De heer **Knot**: We hebben in het verleden het SMP, het Securities Markets Programme, gehad. Daarin kochten we staatsobligaties op. U weet dat dat niet gebeurde met mijn heel warmhartige instemming, maar goed, we hebben het gedaan. Om de zorgen over een eventuele inflatoire werking van dit programma – het was in 2010 en 2011, toen we nog niet in de lage-inflatieomgeving zaten waarin we vandaag zitten – te adresseren, is toen, zeker zolang het programma liep, gezegd: we gaan deze aankopen steriliseren, dus voor elke miljard monetaire verruiming die optreedt door het aankopen van staatsobligaties, nemen we meteen ook weer een miljard terug door deze sterilisatie. Dat heeft, denk ik, zijn functie gehad in het wegnemen van de twijfels of dit zou leiden tot monetaire financiering en daarmee tot inflatie.

Het SMP is inmiddels, al een aantal jaar geleden, stopgezet. Op dit moment krimpt dit programma omdat simpelweg de obligaties die de ECB in zijn bezit heeft, langzamerhand worden afgelost. Het programma is ondertussen al teruggelopen van naar ik meen 200 miljard op de top tot 120 à 130 miljard vandaag de dag. Het elke week steriliseren van dat bedrag is op dit moment dus gewoon ook iets minder pregnant. Immers, er vinden geen aankopen meer plaats. Het maximumbedrag aan monetaire verruiming loopt eigenlijk met de maand terug. Door alle aflossingen op de LTRO, die immers afloopt per 1 januari 2015, begonnen de liquiditeitscondities op de Europese geldmarkt te verkrappen, hetgeen leidde tot een hoop volatiliteit in het extreem korte eind van de rentecurve. De Eonia, de overnight rente, was bijzonder volatiel. Dat kwam doordat het liquiditeitsoverschot steeds verder terugliep. We wilden er op korte termijn iets aan doen om het liquiditeitsoverschot te herstellen. Het was gewoon een praktische oplossing om niet langer elke maand die 120 miljard uit de markt te houden maar om deze activiteit te stoppen. Dit geeft slechts tijdelijk verlichting. Er vindt immers nog steeds aflossing plaats op de obligaties die we hebben. De impuls die dit geeft, neemt dus steeds verder af en zal automatisch op nul eindigen. Het bedrag is inmiddels ook dusdanig klein dat het op het totaal van de liquiditeitsoperaties die de ECB uitvoert, ook niet zo heel veel meer uitmaakt. Het wordt een ander verhaal als het OMT ooit geactiveerd mocht worden. Bij het OMT hebben we nog steeds de belofte staan dat we, zodra we onder dat programma obligaties zouden gaan aankopen – dan weet je aan

het begin niet hoeveel het er zullen worden, dan weet je niet waar je eindigt – die aankopen meteen weer gaan steriliseren, omdat we niet willen dat dezelfde vrees die ontstond aan het begin van het SMP, ook grond onder de voeten krijgt bij het OMT. Het stopzetten van de sterilisatie van het SMP, zo wil ik hier met alle nadruk neerleggen, betekent niet dat we OMT-aankopen ook niet gaan steriliseren. We gaan die wel degelijk steriliseren, mocht het zover komen.

Ik moet echter wel zeggen dat ik denk dat we op dit moment heel ver af zijn van activering van het OMT, gelet op de huidige waarde van de obligatierentes. Het OMT was bedoeld om eventuele break-uprisico's, voor zover die in de rentes van de perifere landen waren opgenomen, tegen te gaan. Zoals ik in het vorige uur ook heb gezegd, denk ik eerder dat we op dit moment weer aan het doorschieten zijn naar de andere kant. Het is, denk ik, duidelijk dat op dit moment in de rentes die de perifere landen moeten betalen, zeker geen break-up premium zit. Er is dus ook geen enkele reden om over activering van het OMT te speculeren.

De **voorzitter**: Er is een korte vervolgvraag van de heer Van Dijk.

De heer **Tony van Dijk** (PVV): Ik resumeer even. Die 120 à 130 miljard SMP wordt niet meer gesteriliseerd. Dat is dus een monetaire verruiming die feitelijk heeft plaatsgevonden. Het OMT is ver weg omdat de rentes in de periferie zodanig laag zijn dat je niet kunt spreken over een noodzaak om die omlaag te brengen via het OMT. Dan begrijp ik nog steeds niet waarom er na de zomer wel over wordt gesproken om het OMT eventueel in te zetten. Draghi heeft gezegd: als dit niet functioneert, ligt na de zomer het OMT weer op tafel.

De heer **Knot**: Nee. Ik denk dat nu een aantal maatregelen door elkaar worden gehaald. Quantitative easing, QE, is de maatregel die in de discussies nog steeds een rol speelt. Er is een belangrijk verschil met het OMT. Als op de markt van een individuele staatsobligatie – bijvoorbeeld Spanje, Italië of weet ik welk land – sprake zou zijn van een onhoudbare situatie en een zichzelf versterkende negatieve spiraal, dan zou het OMT kunnen worden ingezet om in die heel specifieke markt die beweging te stoppen. Quantitative easing is een monetaire maatregel die ertoe zou – «zou», namelijk als die wordt ingezet – leiden dat alle staatsobligaties in de eurozone pro rata worden gekocht, waarbij dus geen onderscheid wordt gemaakt tussen periferie en kern van de Europese landen. Dat is louter bedoeld om op een bepaalde manier heel veel liquiditeit in het systeem te brengen. Het is dus niet gericht op de kredietwaardigheid van individuele overheden, relatief ten opzichte van elkaar, maar op «helicopter money», zoals het ook wel wordt genoemd, oftewel een effectieve manier om snel heel veel geld in de economie te pompen. Dat ligt op dit moment niet op tafel. Ik denk dat het pas op tafel komt op het moment dat er serieus sprake zou zijn van een deflatiescenario in de eurozone. Daar is op dit moment geen sprake van.

De **voorzitter**: Ik zag dat de heer Merkies graag vooral de laatste vraag van vanavond wil stellen. Dat mag hij van mij doen.

De heer **Merkies** (SP): Het hoeft niet de laatste vraag te zijn maar, inderdaad, we lopen tegen de tijd aan. Het is toch wel opmerkelijk. Aanvankelijk was men erg terughoudend om überhaupt het woord «monetaire verruiming» te gebruiken en nu wordt blijkbaar vrijuit gezegd: oké, we hebben monetair verruimd. Ik begrijp dat het hier gaat om 130 miljard. Ik zat me nog even af te vragen hoe dat ging. De sterilisatie zou inhouden dat de banken hun termijndeposito's aanhouden. Dat had volgens mij wel een soort vrijwillig karakter. Ze lopen automatisch af, en dan is er 130 miljard monetair gefinancierd?

De heer **Knot**: Ja, en als de banken dat bij ons op de depositofaciliteit zouden willen zetten, dan moeten ze daarover tien basispunten strafrente betalen. Waarschijnlijk zullen die banken dan wat minder gaan opnemen aan het loket voor de normale liquiditeit verstreckende operaties. U moet het als volgt zien. Als ECB zijn wij de centrale spil in het Europese bankwezen, maar wij doen aan beide kanten van de balans dingen. We nemen kasreserves op. We nemen deposito's op. Soms nemen we termijndeposito's op; deze sterilisatie vond plaats in de vorm van het opnemen van termijndeposito's. Tegelijkertijd zetten we kredieten aan het bankwezen uit. Het netto-effect daarvan is het liquiditeitsoverschot. Dus als we meer uitzetten dan dat we innemen, dan creëren we een liquiditeitsoverschot. Dat overschot sturen we ongeveer. We willen dat op een bepaald niveau hebben, want op die manier kunnen we de geldmarkrentes sturen. De geldmarkrentes bepalen weer de financiële condities, en daarmee proberen we de reële economie te beïnvloeden. Het is dus altijd moeilijk om individuele maatregelen individueel te beschouwen. Je moet het altijd bekijken in de context van het balanceren van het geldmarktoverschot en het liquiditeitsoverschot.

Het probleem dat we hadden, en in zekere mate nog steeds hebben, is de fragmentatie. Dat maakt dit spel ingewikkelder. Als je één fluïde geldmarkt hebt, dan weet je dat overschotten en tekorten elkaar weten te vinden. Als je echter fragmentatie hebt, dan weten overschotten en tekorten op de geldmarkt elkaar niet te vinden. Dan krijg je dat banken uit voorzorg toch maar extra middelen bij ons gaan opnemen, omdat ze niet zeker weten dat ze die middelen bij andere banken kunnen krijgen.

Fragmentatie leidt er altijd toe dat je netto een nog groter liquiditeitsoverschot zult moeten creëren om een goede werking van het financiële systeem te kunnen waarborgen. Dat liquiditeitsoverschot was overigens fors aan het afnemen, want door de LTRO's hadden we meer dan 1.000 miljard in het financiële systeem gebracht. Dat werd geleidelijk aan afgelost. Daar is al 700 miljard op afgelost. Er staat nu nog zo'n 300 miljard op uit. Nu komen we langzamerhand bij het punt dat we denken dat we, gegeven het niveau van fragmentatie dat nog over is, eigenlijk niet nog een laag liquiditeitsoverschot kunnen hebben, omdat er daarvoor nog te veel fragmentatie is. We weten echter wel dat die laatste 300 miljard tussen nu en januari zal worden afgelost. Dus moeten we iets doen om die beweging te counteren. Dat doen we tijdelijk door die sterilisatie stop te zetten. Dat geeft 130 miljard lucht, maar slechts tijdelijk. Verder hopen we dat door de targeted LTRO maximaal 400 miljard, maar waarschijnlijk iets minder, ook in het systeem zal worden gebracht, waardoor we het nettoliquiditeitsoverschot ongeveer op een zodanig niveau kunnen houden dat we de geldmarktrentes maximaal kunnen beïnvloeden. Het is niet eenvoudig. Dat geef ik toe.

De **voorzitter**: Dank u wel. Ik had mijn dank al uitgesproken aan mevrouw Van Geest. Ik dank zeker ook de heer Knot voor zijn aanwezigheid en vooral voor zijn heldere bijdrage. Een aantal collega's en de heer Knot zelf ook hebben het gehad over een traditie die zo langzamerhand aan het ontstaan is: de Kamer nodigt de president van de Nederlandsche Bank en de directeur van het Centraal Planbureau uit. Ik denk dat ik namens alle collega's spreek als ik zeg dat dit een traditie is die het waard is om in ere gehouden te worden.

Ik zag net met een schuin oog ook dat u, mijnheer Knot, vanavond het nieuws hebt gehaald. U hebt niet het nieuws gemaakt. Het zal vast geen ontzettend nieuws zijn geweest. Maar het is toch wel als zodanig opgepikt. Het betrof uw opmerking dat het onder water staan van al die huizen enig effect heeft op de economische groei in Nederland.

Ik dank iedereen voor zijn of haar aanwezigheid bij dit gesprek. Ik zie uit naar een volgende ontmoeting.

Sluiting 18.58 uur.