

Vergaderjaar 2017–2018

**21 501-07**

**Raad voor Economische en Financiële Zaken**

**Nr. 1461**

## **BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN**

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 3 oktober 2017

De rapportage van het Centraal Planbureau (CPB) heeft de effecten van het onconventioneel monetair beleid van de Europese Centrale Bank (ECB) tussen 2009 en 2016 geïnventariseerd. De studie geeft een overzicht van empirische studies naar de effecten van het ECB-beleid op economische productie en inflatie<sup>1</sup>. Tevens presenteert het CPB eigen empirisch onderzoek in de policy brief.

De eigen empirische analyse van het CPB is gebaseerd op veranderingen van de zogeheten schaduwrente, een indicator die schat wat de effectieve beleidsrente zou zijn geweest zonder de ondergrens (*effective lower bound*). Het CPB schat dat een onverwachte daling van deze schaduwrente met 1%-punt leidt tot een positief bbp-effect van ca. 0,3% in de eurozone na twee jaar en een gering effect op de inflatie. Uit een vergelijking van de effecten per lidstaat blijkt voorts dat deze per lidstaat verschillen. De studie vindt dat het effect onder andere afhangt van de gezondheid van het bankwezen, hetgeen de monetaire transmissie naar de reële economie versterkt, en dat er ook een mogelijk verband is met de omvang van de bouwsector en bijbehorende hypotheekportefeuille. De studie schat voor Nederland een relatief groot effect van het onconventionele beleid op het bbp, en een gemiddeld effect op de lange rente.

De CPB-studie gaat tevens in op de gevolgen van een afbouw van het onconventionele beleid, waaronder het opkoopprogramma. De afbouw kan volgens het CPB gepaard gaan met een drukkend effect op de economische groei, en daarmee de belastinginkomsten, en een stijging van de lange rente. Nationale overheden moeten volgens het CPB daarom prudent omgaan met de budgettaire ruimte die door de huidige economische groei ontstaat. Tenslotte stelt het CPB dat het denkbaar is dat individuele overheden en banken in financiële moeilijkheden komen door een mogelijke stijging van de rente, bijvoorbeeld als de overheidschuld hoog is. De kans op een nieuwe eurocrisis is volgens het CPB afgenomen

<sup>1</sup> Raadpleegbaar via [www.tweedekamer.nl](http://www.tweedekamer.nl)

door de genomen maatregelen als de invoering van het ESM en de bankenunie, maar een nieuwe crisis is niet uit te sluiten. In dat geval kan het volgens het CPB blijken dat er meer risicodeling binnen de muntunie noodzakelijk is. Tegelijkertijd geeft het CPB aan dat meer risicodeling niet zonder problemen is. Een hogere risicodeling gaat gepaard met moreel gevaar. Ook is het de vraag hoe om te gaan met hoge schulden die in het verleden zijn opgebouwd.

#### Appreciatie policy brief CPB

##### *Effecten zijn niet precies te kwantificeren*

De effecten van het onconventioneel monetair beleid zijn lastig in te schatten en omgeven met een grote mate van onzekerheid. Het is namelijk moeilijk vast te stellen wat er in het eurogebied gebeurd zou zijn zonder het onconventionele monetaire beleid van de ECB. Het CPB stelt in de rapportage dat er diverse studies naar het onconventioneel monetair beleid zijn verricht met uiteenlopende resultaten. Ook studies in de VK en VS, waar centrale banken al langer onconventioneel monetair beleid uitvoeren, kennen een grote spreiding in de resultaten<sup>2</sup>. Verschillen in de resultaten komen voort uit het gebruik van diverse modellen en wisselende aannames waarbij bepaalde modellen of aannames niet evident beter zijn dan andere. De verschillende resultaten tonen aan dat het lastig is om de effecten van het onconventionele beleid precies te kwantificeren. Het beleid van de ECB heeft geholpen in het economisch herstel, maar er zijn vele factoren die een effect hebben op het bbp en de inflatie in het eurogebied.

##### *Genomen maatregelen om risico's afbouw te beperken*

Een afbouw van het onconventioneel monetair beleid kan samengaan met een stijging van de nominale rente en verandering van de prijzen van activa. Hoe groot dit effect zal zijn is onder meer afhankelijk van de vormgeving van de afbouw en verwachtingen in de markt en is daarom niet op voorhand aan te geven. De risico's van een rentestijging worden gemitigeerd als de afbouw van het beleid gepaard gaat met een sterk economisch herstel zoals nu het geval is en indien de inflatie verder toeneemt waardoor reële rentes worden gedrukt. In de VS en VK waar centrale banken reeds zijn gestopt met het uitbreiden van hun balans, is dit niet gepaard gegaan met significante verstoringen op financiële markten of in de reële economie.

Zoals het CPB stelt, beschikt Nederland over een goede uitgangspositie mede door de gunstige overheidsfinanciën waar het kabinet zich de laatste jaren voor heeft ingezet. Daarnaast heeft het kabinet maatregelen doorgevoerd om de risico's voor andere sectoren te beperken. Het kabinet heeft de afgelopen jaren maatregelen genomen om een overmatige schuldfinanciering op de woningmarkt tegen te gaan. Zo is er een aflossingseis geïntroduceerd voor nieuwe hypotheekleningen en is de relatieve omvang van de hypotheek (LTV) gemaximeerd. Tevens is de maximale leennorm (LTI) wettelijk verankerd.

Het CPB stelt dat een gezond bankwezen bijdraagt aan de monetaire transmissie naar de reële economie. Het is van belang dat banken blijven beschikken over voldoende buffers om de gezondheid van de bancaire sector te waarborgen. Macroprudentiële autoriteiten kunnen een

<sup>2</sup> Zie oa. Bundesbank (2016) Monthly Report June 2016. The macroeconomic impact of quantitative easing in the euro area. Box: The effects of quantitative easing in the United States and the United Kingdom.

contracyclische kapitaalbuffer opleggen, waardoor de weerbaarheid van banken wordt versterkt en excessieve kredietgroei wordt vermeden. Ik heb u hier eerder over geïnformeerd in de kamerbrief over het tegengaan van excessieve kredietverlening<sup>3</sup>.

Verder dienen veel banken ook nog stappen te zetten in het opbouwen van bail-inbare buffers en afbouwen van niet-presterende leningen. De in 2016 overeengekomen roadmap voor voltooiing van de bankenunie en het actieplan voor niet-presterende leningen, bieden hier een aantal handvaten voor. Zo valt te denken aan het aanpassen van de prudentiële behandeling van staatsobligaties, wat het CPB ook noemt in zijn studie.

### *Schokbestendigheid eurozone*

De economische situatie in de eurozone is het afgelopen jaar sterk verbeterd, mede onder invloed van de hervormingen die tijdens de crisis zijn genomen. Zo komt de economische groei in 2017 volgens de laatste raming van OESO uit op 2,1%<sup>4</sup>, het hoogste niveau sinds 2010, en is de werkloosheid gedaald naar het niveau van medio 2009. Het sterke herstel draagt er aan bij dat de eurozone zich in een gunstige uitgangspositie bevindt voor de afbouw van het ruime monetair beleid. Daarnaast zijn in het eurogebied diverse maatregelen genomen om de schokbestendigheid te verhogen. Zo draagt de oprichting van de bankenunie bij aan een afname van risico's in de bankensector en indien banken in de problemen komen, wordt de rekening via bail-in in de eerste plaats neergelegd bij beleggers in plaats van overheden.

De regels voor de het reduceren van begrotingstekorten en -schulden in het Stabiliteits- en Groeipact (SGP) zijn aangescherpt. Daarnaast is er met de macro-economische onevenwichtigheidsprocedure (MEOP) een instrument geïntroduceerd om onevenwichtigheden in lidstaten die schadelijk kunnen zijn voor de rest van de eurozone te identificeren en voorkomen. Indien landen markttoegang verliezen is met het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM) een permanent noodmechanisme opgericht dat liquiditeitssteun kan verlenen op voorwaarde dat landen een strikt hervormingsprogramma uitvoeren.

Ook op nationaal niveau zijn in veel lidstaten talrijke maatregelen genomen die de veerkracht van lidstaten vergroten. In programmalanden hebben de hervormingsprogramma's die waren verbonden aan het ESM en de voorloper van het ESM, de Europese Financiële Stabiliteitsfaciliteit (EFSF), hieraan bijgedragen. Structurele hervormingen op arbeids- en productmarkten hebben het aanpassingsvermogen en groeipotentieel verhoogd, en aan de hand van de begrotingsregels hebben lidstaten begrotingstekorten de afgelopen jaren teruggedrongen, al blijven de schulden in sommige lidstaten hoog.

De muntunie is door deze maatregelen robuuster dan voor de crisis. De maatregelen hebben de kwetsbaarheid van landen en/of banken verkleind en indien risico's zich materialiseren zijn landen beter in staat om de gevolgen hiervan op te vangen.

Het blijft tegelijkertijd belangrijk om de eurozone nog schokbestendiger te maken. Het is daarbij belangrijk om de hervormingen die reeds zijn ingezet af te maken, de effectiviteit van bestaande instrumenten te versterken en risico's verder te reduceren. Het CPB wijst in zijn policy brief op het risico dat landen met een hoge staatsschuld in de problemen kunnen komen en hierdoor verdere risicodeling noodzakelijk wordt. Het

<sup>3</sup> Kamerstuk 32 637, nr. 157

<sup>4</sup> OECD (2017) interim- Economic Outlook September 2017

kabinet heeft in de kamerbrief van 11 september<sup>5</sup> aangegeven voorstander te zijn van een ordentelijk mechanisme voor herstructurering van overheidsschuld. Het kabinet heeft daarnaast steeds gewezen op het belang van het completeren van de bankenunie en de kapitaalmarktunie. Zoals eerder aangegeven is het vooral van belang dat banken zelf, waar nodig gedwongen door autoriteiten en markten, werken aan het opbouwen van bail-inbare buffers en terugbrengen van niet-presterende leningen. Met deze hervormingen dragen private investeerders risico's in plaats van overheden. Daarnaast is het volgens het kabinet van belang dat lidstaten zelf buffers in de begroting opbouwen en de staatsschuld verder afbouwen.

Bovenstaande maatregelen dragen volgens dit kabinet bij aan het verder versterken van de bestendigheid van de eurozone tegen economische en financiële schokken, ook indien deze zich voordoen tijdens de afbouw van het onconventioneel monetair beleid.

De Minister van Financiën,  
J.R.V.A. Dijsselbloem

---

<sup>5</sup> Kamerstuk 21 501-07, nr. 1458