

Ministerie van Financiën

> Retouradres Postbus 20201 2500 EE Den Haag

Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal
Postbus 20018
2500 EA Den Haag
Nederland

**Directie Buitenlandse
Financiële Betrekkingen**

Korte Voorhout 7
2511 CW Den Haag
Postbus 20201
2500 EE Den Haag
www.rijksoverheid.nl

Ons kenmerk
2017-0000188747

Uw brief (kenmerk)

Datum 25 september 2017

Betreft Beantwoording Vragen over de Europese Centrale Bank

Geachte Voorzitter,

Bijgaand treft u de antwoorden aan op de vragen van het lid Van Raan (PvdD) over de risico's en de gevolgen van het ECB-opkoopprogramma, die zijn ingezonden op 6 september 2017.

Hoogachtend,
de minister van Financiën,

J.R.V.A. Dijsselbloem

Vraag 1:

Bent u bekend met het artikel 'Duits hof twijfelt sterk aan crisisaanpak van de Europese Bank'?¹

**Directie Buitenlandse
Financiële Betrekkingen**

Ons kenmerk
2017-0000188747

Antwoord op vraag 1:

Ja

Vraag 2:

Bent u bekend met het artikel 'Politiek noodsignaal uit Karlsruhe brengt netelige kwesties aan het licht'?²

Antwoord op vraag 2:

Ja

Vraag 3:

Wanneer wordt de uitspraak van het Europese Hof verwacht waarnaar wordt verwezen in het eerste artikel?

Antwoord op vraag 3:

Op dinsdag 15 augustus heeft het *Bundesverfassungsgericht*, het Duitse Constitutionele Hof, een prejudiciële verwijzing gedaan naar het Europese Hof over de vraag of het zogenoemde '*Public Sector Purchase Program*' van de ECB, het opkopen van staatsobligaties in het kader van kwantitatieve verruiming, in strijd is met de Duitse grondwet. De president van het Europese Hof heeft beslist dat de zaak met voorrang zal worden berecht.³ Volgens het jaarrapport van het Europese Hof van het Europese Hof was de gemiddelde duur van behandeling van prejudiciële zaken in 2016 vijftien maanden.⁴

Vraag 4:

Wat zijn de Nederlandse scenario's als blijkt dat het Europese Hof de vrees van het Duitse constitutionele Hof bevestigt?

Antwoord op vraag 4:

Het kabinet gaat niet speculeren over de uitspraak van het Europese Hof. De zaak betreft het handelen van de ECB. Het is dan ook aan de ECB om te reageren op een uitspraak van het Europese Hof.

Vraag 5:

Deelt u de mening van de Europese Centrale Bank (ECB) dat het opkoopprogramma een succes is? Zo ja waarom? Zo nee, waarom niet?

Vraag 6:

Welk gedeelte van de recente inflatiestijging (6 maanden) is, bij benadering, toe te schrijven aan het opkoopprogramma? Wat is daarvan de onderbouwing?

¹ Volkskrant, 16 augustus 2017

² Financieele Dagblad, 24 augustus 2017

³ Geregistreerd als C-493/17 - Weiss e.a.

⁴ https://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2017-03/ra_2016_nl_20170317.pdf

Antwoord op vraag 5 en 6:

De ECB is haar programma van kwantitatieve verruiming gestart om haar doelstelling van prijsstabiliteit – die is vertaald naar een jaarlijkse inflatie van onder maar dichtbij 2% – te behalen. Kwantitatieve verruiming kan via diverse kanalen bijdragen aan een hogere inflatie. Zo leidt kwantitatieve verruiming tot een daling van de rente, waardoor het aantrekkelijker kan worden om geld te lenen, te consumeren en te investeren. Een stijging van de investeringen en de consumptie verhoogt de vraag naar goederen, diensten en arbeid en heeft daarmee een prijsopdrijvend effect. Het precieze effect is echter afhankelijk van hoe markten, consumenten en bedrijven op kwantitatieve verruiming reageren. Daarnaast zijn er naast het monetaire beleid andere factoren die een invloed uitoefenen op inflatie, zoals de ontwikkeling van grondstofprijzen, de wisselkoers en financieel-economische ontwikkelingen buiten de eurozone. Het is daarom niet eenduidig te bepalen wat de invloed van het monetair beleid is geweest op de inflatie in de afgelopen zes maanden en in welke mate kwantitatieve verruiming een bijdrage heeft geleverd aan het bereiken van de prijsstabiliteitsdoelstelling van de ECB.

**Directie Buitenlandse
Financiële Betrekkingen**

Ons kenmerk
2017-0000188747

Vraag 7:

Wie heeft in uw ogen het meeste belang bij dit opkoopprogramma, gerekend naar de waarde van de opgekochte schuldpapieren van landen en bedrijven en verkocht door financiële instellingen?

Antwoord op vraag 7:

Het monetair beleid heeft via diverse kanalen effect op de economie en specifieke sectoren. Hierbij kan er sprake zijn van herverdelingseffecten tussen sectoren, al is het zeer lastig hier een goed beeld van te krijgen omdat de kanalen tegengestelde effecten kunnen hebben. Landen en bedrijven die schulden uitgeven, huishoudens die hypotheeklen aangaan en kleinere bedrijven die kredieten afsluiten profiteren van de lagere rente als gevolg van het opkoopprogramma. Spaarders ontvangen daarentegen een lagere rente op hun spaartegoeden. Afhankelijk van de respectievelijke daling van in- en uitleentarieven van banken kan het lage rentebeleid gevolgen hebben voor de winstmarges van financiële instellingen. De lagere rente zorgt er ook voor dat de waarde van (financiële) activa in het bezit van huishoudens, pensioenfondsen en financiële instellingen stijgen. De waarde van de verplichtingen van pensioenfondsen stijgt echter ook door een lagere rente. De omvang van deze verschillende en vaak tegengestelde effecten verschilt van land tot land, van bedrijf tot bedrijf en van huishouden tot huishouden. Het is derhalve niet mogelijk om te berekenen wat het belang van kwantitatieve verruiming is naar aanleiding van de waarde van opgekochte schuldpapieren voor de verschillende sectoren en landen.

Vraag 8:

Deelt u de mening dat een wellicht onbedoeld neveneffect van het opkoopprogramma kan zijn dat door de beschikbaarheid van liquiditeiten het risico van een aandelen- en/of hypotheekencrisis groter wordt? Zo nee, waarom niet?

Antwoord op vraag 8:

In algemene zin is het belangrijk dat het Eurosysteem een zorgvuldige afweging maakt tussen effectiviteit en risico's van het ruime monetaire beleid.⁵ Hoewel de ontwikkeling van beurskoersen en activaprijzen door een veelvoud aan factoren wordt beïnvloed, kunnen monetaire verruiming en lagere rentes hier een opwaarts effect op hebben. Zoals DNB in haar Jaarverslag 2016 stelt kan ruim monetair beleid daarmee op termijn risico's voor financiële stabiliteit met zich brengen. Macroprudentieel beleid kan een belangrijke bijdrage leveren aan het beperken van deze risico's. De afgelopen jaren zijn belangrijke stappen gezet om dit beleid in Europa te versterken. Zo kunnen macroprudentiële autoriteiten bijvoorbeeld een contracyclische kapitaalbuffer opleggen, waardoor schommelingen in de kredietcyclus geadresseerd kunnen worden.⁶

De monetaire maatregelen drukken ook de hypotheekrente. Een lagere hypotheekrente heeft een aanjagend effect op de woningmarkt. Doordat de maandlasten dalen kunnen huishoudens zich duurder woningen veroorloven. Aangezien het woningaanbod niet direct en niet volledig reageert op de toegenomen vraag zullen de woningprijzen stijgen. Dit heeft een opdrijvend effect op consumptie en de economie in brede zin. Dit kan echter ook een risico met zich meebrengen. Immers als de rentes in de toekomst stijgen, dan kan de beschreven mechaniek zich omkeren en kunnen hogere maandlasten leiden tot lagere woningprijzen.

Het kabinet heeft maatregelen genomen om de kwetsbaarheid voor dalende woningprijzen te beperken. De maximale hypothecaire lening is ingeperkt door de introductie (en verlaging) van de maximale '*loan-to-value-ratio*' en de wettelijke verankering van een '*loan-to-income-limit*'. Tegelijkertijd wordt het maximale aftrekketarief voor de hypotheekrente afgebouwd, waardoor financiering met vreemd vermogen minder aantrekkelijk wordt. Tot slot zorgt de fiscale aflossingsverplichting ervoor dat huishoudens meer aflossen op hun hypotheek dan voorheen. Deze maatregelen dragen eraan bij dat Nederlandse huishoudens, banken en de Nederlandse economie in brede zin een eventuele toekomstige woningprijzdaling beter het hoofd kunnen bieden.

Vraag 9:

Deelt u de mening dat het totale bedrag gemoeid met het opkoopprogramma, ruim € 2.200.000.000.000⁷, bestaat uit 100% fiduciair geld waarvan het nog helemaal niet duidelijk is wanneer het weer verdwijnt, waarmee de balans van de ECB aanzienlijk vergroot wordt en waardoor derhalve de onderhandelingsmacht van de ECB aanzienlijk vergroot. Zo nee, waarom niet?

⁵ Zie voor meer informatie ook de Kamerbrief 'Antwoorden op Kamervragen over ECB-beleid' (<https://www.rijksoverheid.nl/ministeries/ministerie-van-financien/documenten/kamerstukken/2016/04/14/antwoorden-op-kamervragen-over-ecb-beleid>)

⁶ Zie voor meer informatie bijvoorbeeld de Kamerbrief 'Instrumenten om excessieve kredietverlening tegen te gaan' (<https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2014/11/27/kamerbrief-inzake-instrumenten-om-excessieve-kredietverlening-tegen-te-gaan>) Kamerstukken II, 2014-2015, 32637, nr. 157

⁷ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-12-08/ecb-extends-bond-buying-at-reduced-pace-until-end-of-next-year>

Antwoord op vraag 9:

Het is niet duidelijk aan welke onderhandelingsmacht wordt gerefereerd. De ECB is een onafhankelijke instelling die is gebonden aan het uitvoeren van haar mandaat van prijsstabiliteit. Van onderhandelingen is derhalve geen sprake.

Vraag 10:

Deelt u de mening dat de kosten voor de 'quantitative easing' (QE) uiteindelijk voor rekening van de burger komen terwijl de QE vooral de banken, en in het geval van het 'corporate sector purchase programme' (CSPP) grote internationale bedrijven, ontlast heeft? Zo nee, waarom niet? Zo ja, is er zicht op het einde van het programma?

Antwoord op vraag 10:

Zoals eerder aangegeven is het niet eenduidig te bepalen waar de gevolgen van QE neerslaan. Er zijn voor landen, bedrijven en huishoudens zowel positieve als negatieve gevolgen.

Vraag 11:

Deelt u de mening dat het opstellen van besliscriteria voor welke waardepapieren wel of niet worden gekocht deels politieke beslissingen zijn? Zo nee, in welke mate niet? Zo ja, in welke mate wel?

Antwoord op vraag 11:

Nee, die mening dat deel ik niet. Artikel 127(1) van het EU-Werkingsverdrag geeft de ECB het mandaat om prijsstabiliteit te handhaven. Dit is de primaire doelstelling van monetair beleid. In de invulling van het mandaat is er de nodige ruimte voor beoordeling bij de ECB. Dit past bij de onafhankelijke rol van de ECB en bij haar technische expertise om te bepalen hoe het mandaat zo effectief mogelijk kan worden ingevuld.

Vraag 12:

Deelt u de mening dat verstreckende politieke afwegingen niet bij de ECB thuishoren? Zo nee, waarom niet?

Vraag 13:

Deelt u voorts de mening dat daarmee de democratische controle op het opkoopprogramma ontoereikend geregeld is? Zo nee, waarom niet? Kunt u inzicht geven op welke wijze de democratische controle gegarandeerd is?

Antwoord op vraag 12 en 13:

Ik deel de mening dat verstreckende politieke afwegingen niet bij de ECB thuishoren. De onafhankelijkheid van de ECB is in het EU-Werkingsverdrag (artikel 130) vastgelegd. Dit betekent dat de ECB geen instructies mag vragen aan dan wel aanvaarden van instellingen, organen of instanties van de Unie, regeringen van lidstaten of van enig ander orgaan. Het kabinet hecht grote waarde aan deze onafhankelijkheid. Onafhankelijkheid betekent niet dat de ECB helemaal geen verantwoording aflegt. Zo biedt het EU-Werkingsverdrag de mogelijkheid tot een zogenoemde monetaire dialoog, waarbij de president van de ECB en de overige

directieleden op verzoek van het Europees Parlement of op eigen initiatief kunnen worden gehoord. Dit vindt in principe vier keer per jaar plaats.

**Directie Buitenlandse
Financiële Betrekkingen**

Vraag 14:

Bent u bekend met het artikel 'Wat bankiers niet zeggen' van Thomas Bollen?⁸

Ons kenmerk
2017-0000188747

Antwoord op vraag 14:

Ja.

Vraag 15:

Deelt u de analyse dat het opkoopbeleid niet alleen de obligatiemarkt verstoord heeft, maar ook de aandelen- en de hypotheekmarkten opgedreven heeft met alle risico's van dien? Zo nee, waarom niet? Zo ja, kunt u uw analyse van de risico's met de Kamer delen, gelet op de niet eerder vertoonde omvang en risico's van de QE?

Antwoord vraag 15:

Zie antwoord vraag 8.

Vraag 16:

Bent u bekend met het artikel 'Topbankiers Wallstreet verkopen eigen aandelen'?⁹

Antwoord op vraag 16:

Ja.

Vraag 17:

Deelt u de mening dat het zeer wrang zou zijn wanneer de hogere waarde van bankaandelen door een kwantitatieve verruiming vooral ten goede zou komen aan de privébelangen van bankiers? Zo nee, waarom niet? Zo ja, bent u bereid maatregelen te treffen teneinde de verkoop van bankaandelen door bankiers ten tijde van het QE-programma aan banden te leggen?

Antwoord op vraag 17:

In het artikel wordt geen link gelegd tussen de waarde en de verkoop van aandelen enerzijds en kwantitatieve verruiming door centrale banken anderzijds. In algemene zin geldt dat er naast monetair beleid verschillende factoren van invloed zijn op aandelenkoersen, waaronder de economische groei en relevante beleidsvoornemens, waar in het artikel ook aan wordt gerefereerd. Het artikel verwijst voorts naar de situatie in de Verenigde Staten.

⁸ https://www.ftm.nl/artikelen/wat-bankiers-niet-zeggen-maar-je-wel-moet-weten?utm_content=buffer8024c&utm_medium=social&utm_source=twitter.com&utm_campaign=buffer

⁹ <https://fd.nl/beurs/1215768/topbankiers-wall-street-verkopen-eigen-aandelen>