

Ministerie van Financiën

> Retouradres Postbus 20201 2500 EE Den Haag

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

**Directie Buitenlandse
Financiële Betrekkingen**

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

Ons kenmerk
2017-0000212906

Uw brief (kenmerk)
2017Z13875

Datum 17 November 2017

Betreft Beantwoording Kamervragen van het lid Leijten (SP) over het bericht IMF
waarschuwt voor gevolgen van jacht op rendement

Geachte voorzitter,

Hierbij stuur ik u de antwoorden op de vragen van het lid Leijten (SP) over het
bericht 'IMF waarschuwt voor gevolgen van jacht op rendement' (ingezonden 18
oktober 2017).

Hoogachtend,
de minister van Financiën,

W.B. Hoekstra

2017Z13875

**Directie Buitenlandse
Financiële Betrekkingen**

Vragen van het lid Leijten (SP) aan de minister van Financiën over het bericht "IMF waarschuwt voor gevolgen van 'jacht op rendement'" (ingezonden 18 oktober 2017)

Ons kenmerk
2017-0000212906

1

Heeft u kennisgenomen van het Global Financial Stability Report 2017 van het Internationaal Monetair Fonds (IMF)?

Ja, ik heb kennis genomen van dit rapport.

2

Deelt u de zorg van het IMF dat de "jacht naar beleggingen die nog rendement opleveren" te ver is doorgeschoten? 2) Zo ja, waarom? Zo nee, waarom niet?

3

Wat zijn de implicaties voor de stabiliteit van de mondiale economie van het feit dat er teveel geld is "op jacht naar beleggingen die nog rendement opleveren", in de woorden van Tobias Adrian?

Tobias Adrian wijst enerzijds op de positieve kanten van toegenomen kapitaalstromen. Dankzij de 'search for yield' bewegen spreads naar elkaar toe, waardoor de risicopremies op obligatiemarkten zijn afgenomen en er sprake is van historisch lage volatiliteit. Dit zijn gunstige condities voor mondiale economische groei. Voor lage inkomenslanden en opkomende economieën heeft deze zoektocht naar rendement ook bijgedragen aan verbeterde toegang tot internationale kapitaalmarkten en kapitaalinstroom. Voor zover dit leidt tot een toename van rendabele investeringen is dit een wenselijke ontwikkeling.

Tegelijkertijd stelt het IMF stelt in haar Global Financial Stability Report (GFSR) de vraag of de zoektocht naar rendement te ver is gegaan¹. De lage renteomgeving heeft volgens het IMF geleid tot aanpassingen van investeringsportefeuilles, zowel in de soorten activa die investeerders aanhouden als in de geografische spreiding hiervan. Ook is de risicobereidheid van investeerders toegenomen, wat kan leiden tot een opbouw van onevenwichtigheden. Het IMF waarschuwt daarom voor een toename van marktvolatiliteit wanneer zich een economische schok voordoet of bij een omslag van marktsentimenten.

4

Klopt het dat de markten gevoelig zijn geworden voor schokken? Zo nee, kunt u uw antwoord onderbouwen? Zo ja, op welke wijze kunnen de markten schokbestendig worden gemaakt?

¹ "has the search for yield gone too far?" (GFSR oktober 2017, p. 23).

5

Welke ontwikkelingen zouden volgens u kunnen leiden tot schokken, en welke middelen staan er tot uw beschikking om dit te voorkomen, zowel binnen Nederland als in Europees verband?

Directie Buitenlandse
Financiële Betrekkingen

Ons kenmerk
2017-0000212906

De groei in zowel de eurozone, de VS, het VK, Japan en China wordt ondersteund door nog altijd zeer ruim accommoderend monetair beleid. In de eurozone is er daarnaast sprake van een afname van de politieke onzekerheid en een sterker dan geraamde economische groei. Zoals ook gemeld in de geannoteerde agenda ter voorbereiding op de vergadering van het IMFC² zijn er risico's op de middellange termijn die kunnen leiden tot schokken, waaronder: krappere financieringscondities als het accommoderend monetair beleid sneller wordt afgebouwd dan verwacht, financiële risico's met betrekking tot publieke en private schuldopbouw in China, een toename van het risico van kapitaaluitstroom uit lage inkomenslanden bij een plotselinge verslechtering van financieringscondities, verslechtering van de financiële stabiliteit als eerder overeengekomen afspraken op het gebied van financiële regulering worden teruggedraaid en minder handel en grensoverschrijdende investeringen als gevolg van protectionistische maatregelen. Tot slot wijst het IMF in de GFSR ook op risico's van te hoge huishoudschulden.

In Europees verband zijn de afgelopen jaren belangrijke stappen gezet die de kans op het voordoen van schokken en de kwetsbaarheid voor schokken verkleinen, door de oprichting van de bankenunie, de introductie van de macro-economische onevenwichtigheidsprocedure (MEOP) en de aanscherping van de begrotingsregels (het Stabiliteits- en Groeipact). Daarnaast is met het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM) een permanent noodmechanisme opgericht dat steun kan verlenen indien landen markttoegang verliezen, op voorwaarde dat landen een strikt hervormingsprogramma uitvoeren.

Voor de eurozone in het algemeen en Nederland in het bijzonder geldt dat de economische vooruitzichten momentum creëren om de eurozone en individuele lidstaten nog schokbestendiger te maken. In dit verband benadrukt Nederland het belang van het verder opbouwen van bail-inbare buffers waarmee banken schokken zoveel mogelijk zelf kunnen opvangen. Nederlandse banken zijn volgens onderzoek van DNB³ daarnaast minder afhankelijk geworden van marktfinanciering, waardoor zij minder kwetsbaar zijn geworden voor een verslechtering van marktsentimenten.

In het kader van hoge huishoudschulden zijn de afgelopen jaren in Nederland een aantal maatregelen genomen met betrekking tot de woningmarkt en de hypotheekrenteaf trek om excessieve kredietgroei te voorkomen. Daarnaast heeft Nederland landspecifieke kenmerken zoals lage inkomensongelijkheid en macroprudentieel beleid dat is gericht op het beperken van de kredietvraag. Desalniettemin zijn de hoge private schulden, met name hypothecaire kredieten,

² Kamerstuk 26234 nr. 204. Geannoteerde agenda voor het Algemeen Overleg in de Tweede Kamer over de inzet van het Koninkrijk der Nederlanden tijdens de vergaderingen van het IMFC op 13 en 14 oktober 2017.

³ Zie Overzicht Financiële Stabiliteit Najaar 2017, DNB

een aandachtspunt. Het kabinet geeft in het regeerakkoord aan voornemens te zijn de hypotheekrenteaftrek sneller af te bouwen.

Directie Buitenlandse
Financiële Betrekkingen

6

Deelt u de analyse van het IMF dat deze "jacht op rendement" deels veroorzaakt is door het beleid van centrale banken? Kunt u uw antwoord onderbouwen?

Ons kenmerk
2017-0000212906

Zoals beschreven in antwoord op vraag 3 is de zoektocht naar rendement deels het gevolg van het beleid van centrale banken. Het huidige ruime accommoderende beleid van centrale banken leidt tot aanpassingen van investeringsportefeuilles. De centrale bank koopt activa, zoals overheidsobligaties, op waardoor private investeerders meer middelen ter beschikking hebben. Het doel van centrale banken is dat private investeerders deze middelen vervolgens uitlenen aan bedrijven en huishoudens en dat de aankoopprogramma's daarmee investeringen en consumptie aanjagen en zo de reële economie stimuleren.

7

Welke risico's ziet u in de ontwikkeling dat de totale schuldenlast van de niet-financiële sectoren in de twintig grootste economieën ter wereld in tien jaar tijd met 80% is opgelopen tot 135.000 miljard dollar, ofwel 235% van het bruto binnenlands product (BBP) van de G20-landen? In welke landen vormt de schuldberg volgens u een gevaar voor de stabiliteit van de economie van dat land, en welke landen zorgen mogelijk voor bestemmingsgevaar?

In welke mate de totale schulden van specifieke landen op dit moment een daadwerkelijk gevaar vormen voor de financiële stabiliteit, bijvoorbeeld bij een onverwacht snelle stijging van de rente, hangt van verschillende factoren af. Belangrijke factoren zijn de waarde van de activa die tegenover (private) schulden staat, de looptijdsamenstelling en redenominatie van schulden en het beleid en groeivermogen in het land zelf. Het IMF benoemt dergelijke factoren ook.

Daarnaast is het voor een goede duiding van de groei van schulden in G20 landen vanaf de financiële crisis belangrijk een onderscheid te maken tussen publieke schulden en private schulden.

De groei van publieke schulden in de ontwikkelde G20 economieën is tussen 2006 en 2016 toegenomen met circa 25.900 miljard⁴. Dit is met name het gevolg van de snel terugvallende groei sinds 2008 waarna overheden in grote mate extra schulden zijn aangegaan om tijdelijk de private en publieke bestedingen op pijl te houden en zo een grotere economische krimp te voorkomen. De financiële crisis heeft laten zien dat het belangrijk is voldoende lage publieke schulden te hebben om een buffer te hebben om economische schokken op te kunnen vangen. Zoals aangegeven in antwoord op vraag 5 is het belangrijk dat deze periode van relatief gunstige financieringscondities wordt benut om publieke schulden verder terug te brengen.

⁴ GFSR oktober 2017, p 33.

De groei van private schulden in G20 economieën heeft zich vooral voorgedaan in de opkomende economieën. Met name in China hebben huishoudens en niet financiële bedrijven tezamen 18.800 miljard schuld opgebouwd tussen 2006-2016⁵, ofwel 209% van BBP van China. Opkomende economieën hebben de financiële crisis van 2008 dankzij beter macro-economisch beleid (flexibele wisselkoersen en prudent begrotingsbeleid) en toegenomen financiering in eigen valuta, gemiddeld genomen beter doorstaan dan eerdere schuldencrisis. Hierdoor hebben opkomende economieën meer dan voorheen gebruik kunnen maken van gedaalde rentes om via private vraag de groei op pijl te houden. Gegeven de private schuldgroei is het belangrijk dat opkomende economieën nu blijven aansturen op de versterking van de financiële sector, het terugbrengen van excessieve schulden en adequate macroprudentiële instrumenten.

8

Hoe groot was de mondiale schuldenberg voor het uitbarsten van de financiële crisis in 2007? wat hebben we volgens u geleerd van deze crisis?

De wereldwijde schuld van niet-financiële partijen (overheden, bedrijven, gezinnen) besloeg einde eerste kwartaal 2007 gemiddeld genomen 206% BBP en eind 2016 gemiddeld genomen 235% BBP.⁶

Onder vraag 7 wees ik op de noodzaak van voldoende lage publieke schulden. Een andere belangrijke les van de crisis is dat een gezonde goed gekapitaliseerde financiële sector belangrijk is om schokken te voorkomen alsook op te vangen. Ter versterking van de financiële sector zijn de afgelopen jaren wereldwijd diverse maatregelen genomen, o.a. het verhogen van kapitaaleisen, de opbouw van bail-inbare buffers en het opstellen van resolutieplannen. Een goed overzicht van dergelijke maatregelen is te vinden in de jaarlijkse voortgangsrapportage op het gebied van financiële sector hervormingen van de Financial Stability Board (FSB) aan de G20. Dit laat onverlet dat verder stappen nodig zijn om financiële risico's terug te brengen, bijvoorbeeld als het gaat om het verder opbouwen van bail-inbare buffers of het aanpakken van niet presterende leningen (NPLs) bij individuele banken.

9

Hoe oordeelt u in dit licht over de nieuwste voorstellen van de Europese Commissie, waarin stappen worden gezet naar een Europees Depositogarantiestelsel (DGS)? 3) Deelt u de mening dat een Europees DGS onwenselijk is, gezien de Europese bankensector nog altijd vol giftige leningen zit?

Het kabinet zal binnenkort per brief reageren op de gehele communicatie van de Commissie. Hierbij zal het kabinet ook ingaan op de ideeën van de Commissie rondom het Europees Deposito Garantie Stelsel (EDIS) voorstel. Uitgangspunten voor deze brief zijn met het regeerakkoord alsook de routekaart waarin de

⁵ GFSR oktober 2017, p 33.

⁶ Bank of International Settlements (BIS): er is gekeken naar alle aan de BIS rapporterende landen.

Europese ministers van Financiën reeds afspraken hebben gemaakt over het voltooiën van de bankenunie.⁷

**Directie Buitenlandse
Financiële Betrekkingen**

Halverwege 2017 had de Europese bankensector gemiddeld genomen een NPL-ratio van 4,5%.⁸ De stelling dat de hele Europese bankensector 'vol giftige leningen' zit deel ik daarom niet. In individuele gevallen hebben banken zeker te maken met NPL-problemen. Het aanpakken hiervan is dan ook belangrijk en is ook onderdeel van de eerdergenoemde Communicatie waar het kabinet binnenkort op zal reageren.

Ons kenmerk
2017-0000212906

10

Kunt u aangeven wat de voortgang is van de werkgroep niet-presterende leningen binnen de Eurogroep?

Een ambtelijke Raadswerkgroep heeft een rapport gepubliceerd over NPLs in de gehele EU.⁹ Op basis van dit rapport zijn de Europese ministers van Financiën in de Ecofin tot een actieplan gekomen.¹⁰ In dit actieplan worden onder andere de Commissie en de Europese Centrale Bank (ECB) uitgenodigd tot het nemen van een aantal acties. Daarop heeft de Commissie een expertgroep opgericht waarin zij de voortgang bespreekt. Inmiddels heeft de Commissie in haar evaluatie van het Europees mechanisme voor gemeenschappelijk toezicht (het 'SSM') bevestigd dat toezichthouders op basis van het prudentiële raamwerk voorzieningen op NPLs kunnen beïnvloeden.¹¹ Het SSM lijkt hier overigens al gebruik van te maken, zo publiceerde zij onlangs een conceptleidraad met daarin prudentiële minimumstandaarden voor het nemen van voorzieningen op NPLs. In januari 2018, een half jaar na publicatie van het actieplan, ontvangt de Ecofin een update, ook op de overige onderdelen uit het actieplan. Uw kamer zal dan via de geannoteerde agenda Eurogroep/Ecofin hierover worden geïnformeerd.

11

Bent u bereid om een (vervolg)onderzoek uit te voeren naar de gevolgen voor de financiële stabiliteit en vermogensongelijkheid van het kwantitatieve verruimingsbeleid van de Europese Centrale Bank (ECB)?

Ik zie geen aanleiding voor het uitvoeren van een extra onderzoek naar de gevolgen van kwantitatieve verruiming voor de financiële stabiliteit en ongelijkheid. Er zijn reeds vele onderzoeken naar gedaan.¹² Daarnaast weegt de ECB het effect van haar beleid op financiële stabiliteit mee in haar beslissingen en brengt de ECB jaarlijks een rapport uit over financiële stabiliteit in de eurozone.¹³

De ECB heeft een mandaat dat ziet op het handhaven van prijsstabiliteit. Overheden zijn verantwoordelijk voor beleid omtrent ongelijkheid.

⁷ <http://www.consilium.europa.eu/nl/press/press-releases/2016/06/17/conclusions-on-banking-union/>

⁸ Dit zijn NPLs als percentage van alle leningen. Zie

<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1981506/EBA+Dashboard+-+Q2+2017.pdf/a7736ea3-6054-4397-a2b7-d34493dbc168>

⁹ Vergaderjaar 2016-2017, aanhangselnummer 2565.

¹⁰ http://www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2017/7/47244662559_en.pdf

¹¹ COM(2017), 591 final

¹² Zie bijvoorbeeld Woodford, M. (2016). Quantitative easing and financial stability, w22285 en Joyce, M., Miles, D., Scott, A., & Vayanos, D. (2012). Quantitative easing and unconventional monetary policy—an introduction. *The Economic Journal*, 122(564)

¹³ <https://www.ecb.europa.eu/pub/fsr/html/index.en.html>

Onderzoek naar de effecten van het opkoopprogramma op financiële stabiliteit en ongelijkheid is zeer complex, onder meer omdat het tijd kost voordat monetair beleid doorwerkt in de economie, het beleid verwachtingen en gedrag van marktpartijen beïnvloedt, er vele verschillende kanalen zijn waarlangs monetair beleid mogelijke effecten heeft op ongelijkheid en deze kanalen sterke onderlinge afhankelijkheid kennen. De conclusies van studies die gedaan zijn, zijn dan ook niet eenduidig.

**Directie Buitenlandse
Financiële Betrekkingen**

Ons kenmerk
2017-0000212906