

# Ministerie van Financiën

> Retouradres Postbus 20201 2500 EE Den Haag

Aan 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

## Inlichtingen

www.minfin.nl

## Ons kenmerk

2019-0000037211

## Uw brief (kenmerk)

Datum 11 maart 2019  
Betreft Kabinetsreactie CPB discussion paper: Effecten van  
onconventioneel monetair beleid zijn niet aangetoond

Geachte voorzitter,

Gedurende de procedurevergadering van de vaste Kamercommissie voor Financiën van 20 februari jl. is mij verzocht om een reactie op de Centraal Planbureau (CPB) *discussion paper 'Effecten van onconventioneel monetair beleid zijn niet aangetoond'*. Met deze brief voldoe ik aan dit verzoek.<sup>1</sup>

Het CPB heeft op 19 februari bovengenoemd *discussion paper* uitgebracht waarin de effecten van het onconventioneel monetair beleid van de Europese Centrale Bank (ECB) worden onderzocht. In deze paper test het CPB drie eerdere niet-CPB studies naar de effecten van onconventioneel monetair beleid op het bruto binnenlands product (bbp) en de inflatie.<sup>2</sup> Tevens presenteert het CPB eigen empirisch onderzoek in de *discussion paper*.

Ik zal in deze brief eerst een toelichting geven van de CPB *discussion paper*; omdat het CPB hierin eerdere studies toetst, zal ik daarbij eerst ingaan op de methodiek die wordt toegepast in de eerdere niet-CPB studies. Vervolgens zal ik beschrijven hoe het CPB deze methodiek heeft getest. Daarna zal ik de resultaten van het eigen onderzoek van het CPB beschrijven. Tenslotte zal ik een reactie geven op de bevindingen van het CPB.

### *Onderzoeksmethodiek eerdere studies*

De eerdere studies die door het CPB worden getest maken gebruik van zogenaamde structurele VAR-modellen om de effecten van onconventioneel monetair beleid te meten.<sup>3</sup> De methodiek die toegepast wordt in de aangehaalde

<sup>1</sup> Zie Elbourne, A. & Ji, K. (2019). 'Effecten van onconventioneel monetair beleid zijn niet aangetoond'. Centraal Planbureau Discussion Paper.

<sup>2</sup> Zie Boeckx, J., Dossche, M., & Peersman, G. (2017). Effectiveness and Transmission of the ECB's Balance Sheet Policies. *International Journal of Central Banking*, 13(1), 297-333.  
Burriel, P., & Galesi, A. (2018). Uncovering the heterogeneous effects of ECB unconventional monetary policies across euro area countries. *European Economic Review*, 101(C), 210-229.  
Gambacorta, L., Hofmann, B. & Peersman, G. (2014). The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(4), 615-642.

<sup>3</sup> Voor nadere toelichting over Vector autoregressieve modellen (VAR) zie: Sims, Christopher A. 1980. "Macroeconomics and Reality," *Econometrica*. 48, pp. 1-48.

studies gebruikt de omvang van de centrale bankbalans om schokken in onconventioneel monetair beleid te identificeren. De auteurs veronderstellen dat onconventioneel monetair beleid tegelijkertijd leidt tot een toename van de balansomvang van de centrale bank en een verlaging van financiële stressindicatoren zoals de rentespreads. De centrale bankbalansomvang wordt zodoende als indicator gebruikt om de veranderingen in het monetair beleid te onderscheiden van andere financiële schokken, die ook de financiële stress kunnen verlagen. Expansief onconventioneel monetair beleid leidt immers tot een grotere omvang van de centrale bankbalans, terwijl andere financiële schokken die de financiële condities versoepelen niet direct een effect zullen hebben op de centrale bankbalans. Vervolgens hebben de auteurs in deze studies geschat wat het effect is van een monetaire beleidsschok op de inflatie en het bbp. Deze auteurs vonden een positief effect van onconventioneel monetair beleid op de inflatie en het bbp.

**Directie Buitenlandse  
Financiële Betrekkingen**

**Ons kenmerk**  
2019-0000037211

#### *Test eerdere studies door het CPB*

In de *discussion paper* heeft het CPB de uitkomsten van deze eerdere onderzoeken getest door de omvang van de centrale bankbalans te vervangen door willekeurige getallen. Met de willekeurige getallen wordt door het CPB een effect op de inflatie en het bbp gevonden die statistisch niet te onderscheiden is van de resultaten in de drie aangehaalde studies. De implicatie hiervan is, volgens het CPB, dat de eerdere drie studies niet goed in staat zijn geweest om monetair beleidsschokken te identificeren. De gevonden positieve effecten staan immers los van de centrale bankbalansomvang en zouden dus ook het gevolg kunnen zijn van andere factoren die de financiële stress verlagen.

Naast mutaties in de centrale bankbalans kunnen monetair beleidsschokken in deze modellen ook worden gemeten met behulp van de zogenoemde schaduwrente. De schaduwrente schat wat de beleidsrente zou zijn geweest als deze niet werd belemmerd door de effectieve ondergrens van circa 0%.<sup>4</sup> Het CPB voert de bovenstaande test ook uit door de schaduwrente te vervangen door willekeurige getallen. Echter, hetzelfde probleem doet zich voor en effecten van onconventioneel monetair beleid wordt niet juist geïdentificeerd door de modellen.

#### *Eigen onderzoek door het CPB*

Tenslotte presenteert het CPB eigen empirisch onderzoek in de *discussion paper*. Door middel van een alternatieve techniek onderzoekt het CPB wat de mogelijke effecten zijn geweest van het onconventioneel monetair beleid van de ECB tussen 2009 en 2016. Om schokken in het onconventionele monetaire beleid te meten maakt het CPB hierbij gebruik van onverwachte wijzigingen in de marktverwachtingen van de toekomstige beleidsrente, zoals zichtbaar in de *swaps*. Op deze manier wordt het effect van onverwachte wijzigingen in monetair beleid direct gemeten en geïsoleerd van andere factoren die de financiële condities beïnvloeden. Met deze alternatieve techniek vindt het CPB geen statistisch significant bewijs dat onconventioneel monetair beleid een effect heeft op de productie en zwak bewijs voor een effect op de inflatie. Tegelijkertijd geeft

---

<sup>4</sup> Zie Tweede kamer, Vergaderjaar 2017-2018, 21 501, nr. 1517 voor een nadere uitleg van het begrip "schaduwrente".

het CPB daarbij aan dat ook de eigen onderzoeksmethode te kampen heeft met een aantal tekortkomingen, als gevolg van de korte tijdsreeks in het onderzoek.

Directie Buitenlandse  
Financiële Betrekkingen

In eerder onderzoek (*'The effects of unconventional monetary policy in the euro area'*) concludeerde het CPB dat onconventioneel monetair beleid een positief effect heeft gehad op de productie, alhoewel het CPB daarbij opmerkte dat dit effect slechts marginaal significant is.<sup>5</sup> In dit onderzoek maakte het CPB destijds ook zelf gebruik van een structureel VAR-model. Gezien de beperkingen van andere studies met deze modellen stelt het CPB nu dat deze methode geen betrouwbare schattingen op heeft geleverd. Gegeven de nieuwe inzichten concludeert het CPB nu dat het onduidelijk is of het onconventionele monetaire beleid van de ECB een effect heeft gehad op de productie en inflatie.

Ons kenmerk  
2019-0000037211

#### *Reactie bevindingen CPB*

Allereerst hecht ik er aan om het belang te benadrukken van onderzoek naar de effecten van het monetair beleid. Ik vind het dan ook belangrijk dat het CPB de effecten van het monetair beleid onderzoekt en daarbij ook andere studies kritisch tegen het licht houdt. Het CPB levert hiermee een waardevolle bijdrage aan het vergroten van de kennis over de effecten van het monetair beleid en hoe deze te meten.

Op 4 juni 2018<sup>6</sup> heb ik reeds gereageerd op de eerdere CPB studie die de effecten van het monetair beleid in kaart bracht en daarbij een positief effect op het bbp constateerde. Ik heb destijds aangegeven dat het zeer lastig is om de effecten van het monetair beleid vast te stellen omdat we niet weten wat er precies was gebeurd zonder het beleid van de ECB. De beschikbare onderzoeken wezen destijds op positieve effecten op de inflatie en het bbp en gaven daarmee aan dat het beleid van de ECB waarschijnlijk een bijdrage heeft geleverd aan de groei en de inflatie.

Het CPB concludeert nu dat het onduidelijk is of het onconventioneel monetair beleid van de ECB een effect heeft gehad op de inflatie of het bbp. Dit toont wederom aan hoe lastig het is te bepalen wat de gevolgen zijn geweest van het monetair beleid. Tegelijkertijd stelt het CPB niet dat het onconventionele beleid van de ECB geen effect heeft gehad op de reële economie. Het CPB constateert enkel dat de effecten momenteel niet kunnen worden aangetoond met de in het *discussion paper* toegepaste VAR-modellen noch met het eigen model. Zoals het CPB aangeeft wordt het meten van de effecten onder meer beperkt door de korte tijdperiode van de beschikbare data omdat het onconventioneel monetair beleid nog een recent fenomeen is. Het is mogelijk dat in de toekomst, als er meer data beschikbaar is, de effecten wel kunnen worden vastgesteld. Tevens kunnen onderzoekers gebruik maken van alternatieve modellen die niet onderhevig zijn aan de tekortkomingen die het CPB constateerde. Het is aan de economische wetenschap om de komende jaren de effecten van het beleid van de ECB te blijven onderzoeken waarbij het belangrijk is dat onderzoeksresultaten kritisch worden gezien zoals het CPB heeft gedaan.

---

<sup>5</sup> Zie Elbourne, A., Ji, K., & Duijndam, S. (2018). The effects of unconventional monetary policy in the euro area. CPB Discussion Paper.

<sup>6</sup> Tweede Kamer, vergaderjaar 2017–2018, 21 501-07, nr. 1517

Tot slot geldt dat het monetair beleid in principe slechts een tijdelijke invloed heeft op de economie. Zoals ik eerder heb aangegeven is het monetair beleid van de ECB geen panacee.<sup>7</sup> Een duurzame verbetering van het groeivermogen van de eurozone kan alleen tot stand komen door structurele maatregelen zoals hervormingen die de werkgelegenheid verhogen en de allocatie van productiefactoren verbeteren. Ook een gezonde bankensector en overheidsfinanciën kunnen bijdragen aan het versterken van het groeivermogen. Het kabinet zet via diverse trajecten in om het groeivermogen van de eurozone op deze wijzen te versterken<sup>8</sup>.

**Directie Buitenlandse  
Financiële Betrekkingen**

**Ons kenmerk**  
2019-0000037211

Hoogachtend,  
De Minister van Financien,

W.B. Hoekstra

---

<sup>7</sup> Tweede Kamer, vergaderjaar 2017–2018, 21 501-07, nr. 1517

<sup>8</sup> Tweede Kamer, vergaderjaar 2017–2018, 21 501-20, nr. 1262