

## Vragen gesteld door de leden der Kamer, met de daarop door de regering gegeven antwoorden

### 3901

Vragen van het lid **Heinen** (VVD) aan de Minister van Financiën over *het bericht «ECB geeft zichzelf hoger inflatiedoel»* (ingezonden 12 juli 2021).

Antwoord van Minister **Hoekstra** (Financiën) (ontvangen 3 september 2021).

#### Vraag 1

Bent u bekend met het artikel: «ECB geeft zichzelf hoger inflatiedoel»?<sup>1</sup>

#### Antwoord 1

Ja

#### Vraag 2

Deelt u de analyse dat het streven naar hogere inflatie tot gevolg heeft dat rentes langer negatief gehouden zullen worden en nog meer schuldpapier door de ECB opgekocht zal worden?

#### Antwoord 2

De Raad van Bestuur («Governing Council») van de Europese Centrale Bank (ECB) is op 23 januari 2020 gestart met een evaluatie van haar monetairbeleidsstrategie en heeft deze evaluatie op 8 juli 2021 afgerond. De Raad van Bestuur heeft als onderdeel van de evaluatie onder andere gekeken naar de kwantitatieve formulering van de prijsstabiliteitsdoelstelling van de ECB. De doelstelling van «onder maar dicht bij 2% op middellange termijn» is vervangen door een symmetrisch inflatiedoel van 2% op middellange termijn. Een symmetrische doelstelling impliceert dat 2% geen maximum is en de ECB negatieve en positieve afwijkingen van de 2%-doelstelling allebei even ongewenst vindt. ECB-president Lagarde heeft aangegeven dat een overschrijding van 2% niet als doel op zich wordt nagestreefd. De ECB zal gematigd hogere inflatie slechts tijdelijk tolereren om zich ervan te verzekeren het inflatiedoel van 2% op de middellange termijn te behalen. De ECB heeft daarnaast in de strategieherziening besloten om explicieter de proportionaliteit van de monetaire beleidsmaatregelen te beoordelen. Hierbij kijkt de ECB systematisch naar de voordelen en de mogelijke neveneffecten van de beleidsmaatregelen, de interactie tussen maatregelen en de balans van maatregelen over de tijd. De proportionaliteitsbeoordeling kan leiden tot

<sup>1</sup> FD, «ECB geeft zichzelf met hoger inflatiedoel ruimte voor lange periode met lage rentes», 8 juli 2021 (<https://fd.nl/beurs/1391979/ecb-verhoogt-inflatiedoelstelling-naar-2-lig1caRcwC1C>)

een aanpassing in de mate waarin individuele beleidsmaatregelen worden benut en in het ontwerp van de beleidsmaatregelen om zodoende onwenselijke neveneffecten tegen te gaan of te beperken. Tegelijkertijd heeft de ECB onderkend dat het opnemen van de kosten van eigenwoningbezit in de inflatiemaatstaf leidt tot een betere weergave van het inflatiecijfer dat relevant is voor huishoudens. Dit is mede het gevolg van zorgen die uitgesproken zijn door Europese burgers tijdens de luister-events van DNB en andere nationale centrale banken. Het meenemen van deze kosten kan invloed hebben op het gemeten inflatiecijfer. Naar schatting zou dit afgelopen jaren hebben geleid tot een verhoging van het gemeten inflatiecijfer met enkele tienden procentpunt. Het is daarom al met al onduidelijk of de herziening van de monetairbeleidsstrategie tot gevolg zal hebben dat rentes langer negatief gehouden zullen worden en meer activa door de ECB opgekocht zullen worden. Het beleid van de ECB zal van verschillende factoren afhangen. Daarbij is het aan de ECB om onafhankelijk te beslissen over de meest doeltreffende en doelmatige benadering om aan haar mandaat te voldoen.

### Vraag 3

Hoeveel schulden heeft de ECB de afgelopen 10 jaar inmiddels opgekocht? Kunt u een overzicht geven van de verschillende opkoopprogramma's? En hoeveel bedraagt het totaal aan bedrijfsschulden in de eurozone?

### Antwoord 3

In de jaarlijkse informatiebrief risico's DNB en de Nederlandse staat als gevolg van ECB beleid wordt een overzicht gegeven van de totale omvang van de verschillende aankoopprogramma's.<sup>2</sup> Tabel 1 geeft een overzicht van de totale boekwaarde per programmaonderdeel. Het totaal aan opgekochte bedrijfsobligaties en handelspapier bedraagt ongeveer EUR 325 mld.

**Tabel 1. Overzicht programma's en aankoopvolumes (stand eind juli 2021)<sup>1</sup>**

Programma	Aanvang	Omschrijving	Holdings <sup>2</sup> in EUR mld.
<b>Herfinancierings-transacties</b>	Jan. 1999	Liquiditeit via (langerlopende) herfinancieringstransacties (w.o. TLTRO)	<b>2.214</b>
<b>SMP</b>	Mei 2010	Aankoop staatsobligaties vijf lidstaten	<b>15<sup>2</sup></b>
<i>CBPP3 (APP)</i>	Okt. 2014	Aankoop van gedekte obligaties	294
<i>ABSPP (APP)</i>	Nov. 2014	Aankoop van securitisaties	28
<i>PSPP (APP)</i>	Mrt. 2015	Aankoop staatsobligaties en publieke entiteiten	2.429
<i>CSPP (APP)</i>	Mrt. 2016	Aankoop bedrijfsobligaties	287
<b>Totaal APP</b>			<b>3.039</b>
<i>PSPP (PEPP)</i>	Mrt. 2020	Aankoop staatsobligaties en publieke entiteiten	1.220
<i>CSPP (PEPP)</i>	Mrt. 2020	Aankoop bedrijfsobligaties	34
<i>Commercial paper (PEPP)</i>	Mrt. 2020	Aankoop niet-commercieel handelspapier	4
<i>Covered bonds (PEPP)</i>	Mrt. 2020	Aankoop van gedekte obligaties	5
<b>Totaal PEPP</b>			<b>1.263</b>

<sup>1</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>

<sup>2</sup> Sinds 2012 worden er geen nieuwe aankopen meer gedaan onder het SMP programma. Het bedrag voor SMP betreft niet de stand van eind juli maar per 20 augustus 2021

### Vraag 4

Acht u het proces van faillissementen en schuldsanering in Europa adequaat?

<sup>2</sup> Kamerstuk 21 501-07, nr. 1759 Detail 2021D20090 | Tweede Kamer der Staten-Generaal

#### Antwoord 4

De lengte, kosten en efficiëntie van faillissementsprocedures lopen sterk uiteen in de EU. Op dit terrein valt dus nog vooruitgang te boeken. In het kader van zowel de bankenunie als de kapitaalmarktunie wordt gestreefd naar het verbeteren van faillissementsprocedures in de EU.

#### Vraag 5

Heeft het zeer ruime monetaire beleid volgens u tot nu toe substantieel bijgedragen aan hogere inflatie in de eurozone?

#### Antwoord 5

De effectiviteit van de verschillende instrumenten van de ECB wordt regelmatig geëvalueerd. Zo hebben de ECB en de nationale centrale banken zelf verschillende keren onderzocht wat de effecten zijn van het beleid van de ECB, bijvoorbeeld over het aankoopprogramma in 2018<sup>3</sup> en de herfinancieringsoperaties in 2017<sup>4</sup>.

Ik vind het belangrijk dat de inzichten over het monetair beleid en het instrumentarium worden vergroot, daarom verwelkom ik dit soort evaluaties. Het is belangrijk om in ogenschouw te nemen dat de precieze effecten van de monetaire instrumenten op zowel de groei als de inflatie moeilijk te identificeren zijn omdat we niet weten wat er was gebeurd als de ECB het beleid niet had uitgevoerd. Dit is ook wat blijkt uit een CPB-studie naar het monetair beleid waar ik de Kamer eerder over heb geïnformeerd.<sup>5</sup>

Het is aan de ECB om in onafhankelijkheid te bepalen welke instrumenten zij inzet om haar mandaat van prijsstabiliteit te bereiken. Daarbij kan de ECB studies over de impact van het beleid, zoals die van het CPB, meewegen.

#### Vraag 6

Kunt u de economische gevolgen schetsen van het almaar opkopen van schuld papier door de Europese Centrale Bank? Kunt u daarbij ingaan op de prikkels om te hervormen voor eurolanden en het risico van «zombificatie» van de economie?

#### Antwoord 6

In algemene zin heeft het aankopen van schuld papier door de ECB een drukkend effect op de rente voor huishoudens, bedrijven en overheden. De beleidsrente heeft vooral een impact op de korte rentes en de aankopen van schuld papier drukken de rentes over een langere horizon (tot aan 30 jaar vooruit). Dit maakt het per saldo goedkoper voor huishoudens, bedrijven en overheden om te lenen, en om met deze tegoeden te consumeren en te investeren. Dit kan vervolgens de economie aanjagen en de inflatiedruk verhogen.

Tegelijkertijd verminderen lage rentes de prikkel vanuit de markt om overheidstekorten en het oplopen van de overheidsschuld te beperken. Door aankopen van schuld papier door de ECB zijn eurolanden echter beter in staat geweest om steunmaatregelen te nemen in reactie op de Covid-19 pandemie. Hierdoor konden de negatieve economische en sociale gevolgen van de pandemie, zowel op korte als lange termijn, worden ingeperkt.

Het is belangrijk dat lidstaten steunmaatregelen afbouwen en terugkeren naar een geloofwaardig pad van schuldafbouw, zodra de economische situatie dat toelaat. Om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te vergroten zullen veel lidstaten ook hervormingen moeten doorvoeren. De faciliteit voor herstel en veerkracht (Recovery and Resilience Facility, RRF) die in reactie op de COVID19-pandemie is opgericht, vormt een aanvullende prikkel tot hervormingen. Om in aanmerking te komen voor middelen uit de RRF moeten lidstaten plannen opstellen en uitvoeren die bestaan uit een combinatie van investeringen en hervormingen.

<sup>3</sup> ECB (2019) *Taking Stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of the net asset purchases*. [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201902\\_01~3049319b8d.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201902_01~3049319b8d.en.html)

<sup>4</sup> ECB (2017) *The targeted longer-term refinancing operations: an overview of the take-up and their impact on bank intermediation*. [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ebbox201703\\_05.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ebbox201703_05.en.pdf)

<sup>5</sup> Kamerstuk 21 501-07, nr. 1583.

Het verminderen van de prikkels tot schuldafbouw geldt ook voor bedrijven, wat kan leiden tot zorgen over «zombificatie». Het is daarom van belang dat landen maatregelen nemen om de economische dynamiek te waarborgen. Het efficiënter maken van insolventieprocedures kan bijdragen aan een snelle afwikkeling van niet-levensvatbare bedrijven.

#### Vraag 7

Bent u van mening dat het economisch beleid in de eurozone juist gericht moet zijn op het verlagen van schulden en het verhogen van de productiviteit, en daarmee economische groei en inflatie?

#### Antwoord 7

Het economisch beleid binnen de eurozone en de gehele Europese Unie is erop gericht om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te waarborgen om duurzame en stabiele economische groei te realiseren. Dit is ook vastgelegd in het Stabiliteits- en Groeipact dat lidstaten overeen zijn gekomen. De Europese Centrale Bank is ermee belast om prijzen stabiel te houden over de conjunctuurcyclus heen.

#### Vraag 8

Welke gevolgen van aanhoudende lage rentes en hogere inflatie voorziet u voor de Nederlandse economie? Kunt u daarbij ingaan op de gevolgen voor pensioenfondsen, woningmarkt en financiële markten, met name risicovolle beleggingen?

#### Antwoord 8

Volgens de juni-raming van het CPB loopt de lange rente in Nederland de komende tijd licht op van  $-0,3\%$  in 2021 tot  $-0,1\%$  in 2022, maar blijft daarmee op een laag niveau. Op de lange termijn voorziet het CPB een verdere stijging tot gemiddeld  $0,3\%$  in de jaren 2022–2025. De inflatie stijgt fors in 2021 tot  $2,0\%$ , mede door een opwaarts effect van de stijgende olieprijs. In 2022 daalt volgens de raming de inflatie tot  $1,8\%$  doordat het directe effect van de stijgende olieprijs wegvalt. De onzekerheidsmarge in de inflatieraming is wel toegenomen.

Een lage rente betekent dat lenen goedkoop is. Gegeven hun inkomen kunnen huishoudens bij een lage rente meer lenen, wat één van de oorzaken van de stijging van de huizenprijzen is. Hierdoor lopen huishoudens het risico op hoge schulden<sup>6</sup>. Een hogere inflatie heeft twee mogelijke gevolgen. Enerzijds stijgen nominale inkomens van huishoudens sneller indien de hogere inflatie zich vertaalt in hogere lonen. Dat werkt mogelijk hogere huizenprijzen (en schulden) in de hand. Anderzijds wordt de reële waarde van huizen en hypotheekschulden lager bij een hogere inflatie, waardoor risico's voor huishoudens afnemen.

De lage rente stelt de financiële sector enerzijds voor nieuwe uitdagingen door druk op verdienvermogen of buffers, anderzijds neemt de vraag naar financiering toe en kan worden geprofiteerd van prijsstijgingen in onder andere obligatieportefeuilles. Banken kunnen worden geraakt door de lage rente doordat hun rentemarge (verschil in rente tussen vreemd vermogen en activa) onder druk komt te staan. Het kan voor banken immers lastiger worden om de lage rente door te berekenen aan verschaffers van vreemd vermogen, zoals depositohouders. Dit kan de winsten van banken drukken. Mede door de lage rente lijken financiële instellingen, waaronder banken, risicovoller te zijn gaan investeren.<sup>7</sup> Tegelijkertijd is het exacte causale verband tussen de lage rente en risicovolle beleggingen moeilijk empirisch aan te tonen.<sup>8</sup>

Pensioenfondsen en levensverzekeraars merken een lage rente in het opwaarts effect op hun verplichtingen. Bij een daling van de rente nemen verplichtingen jegens polishouders en pensioendeelnemers in omvang toe, doordat de netto contante waarde van de verplichtingen stijgt. Daartegenover staat dat aan de activazijde de waarde van onder andere aandelen en

<sup>6</sup> CPB, *Risicorapportage Financiële markten 2021*, mei 2021

<sup>7</sup> CPB, *Risicorapportage financiële markten 2021*, mei 2021, p. 18.

<sup>8</sup> Kramer, Bert & Soederhuizen, Beau, *Lage rente vergroot financiële risico's*, Economische Statistische Berichten, februari 2021.

vastgoed over het algemeen toeneemt, vanwege lagere financieringskosten. De solvabiliteitsratio's zijn voor verschillende type verzekeraars nog op peil, en de afgelopen periode redelijk stabiel gebleven.<sup>9</sup> Een hogere inflatie heeft in principe geen effect op de dekkinggraden van pensioenfondsen indien er sprake is van voorwaardelijke indexatie (indexatie indien wordt voldaan aan voorwaarden zoals een bepaalde dekkinggraad). Indien onvoorwaardelijke indexatie onderdeel is van de pensioenovereenkomst, dan kunnen dekkinggraden dalen als er ook sprake is van gelijkblijvende of dalende nominale rente. Als de rente ook stijgt dalen de toekomstige verplichtingen waardoor het effect op de dekkinggraden van de gegarandeerde indexatie gebaseerd op de inflatie wordt gemitigeerd. Effecten voor pensioenfondsen verschillen door onder andere de samenstelling van hun bestand en het gekozen risicoprofiel. Fondsen kunnen verschillen in hun keuzes voor het afdekken van het renterisico en het inflatierisico, dus een eenduidig effect van een stijgende inflatie en een dalende rente kan niet beschreven worden

---

<sup>9</sup> DNB.nl, *Eigen vermogen en solvabiliteit van verzekeraars (Solvency II)*.