

Publieke geldschepping is nodig voor een stabiele economie

Het huidige Europese financiële bestel met private, procyclische geldschepping is van nature instabiel en zal daardoor steeds weer opnieuw in crisis geraken, met onoverzienbare economische en politieke gevolgen. Het systeem kan alleen stabiel zijn bij anti-cyclische publieke geldschepping. Daarin kan de digitale euro een sleutelrol spelen als tegelijkertijd het mandaat van de Europese Centrale Bank (ECB) wordt verruimd.

IN HET KORT

- Een stabiel financieel bestel is een voorwaarde voor een politiek stabiel Europa.
- De ECB beschikt niet over de juiste beleidsinstrumenten om de prijsstabiliteit te handhaven.
- Op basis van *central bank digital currency* kan een stabiel alternatief financieel bestel worden gerealiseerd.

KLAAS VAN EGMOND

Emeritus hoogleraar aan de Universiteit Utrecht (UU) en lid van het Sustainable Finance Lab

BERT DE VRIES

Emeritus hoogleraar aan de UU en lid van het Sustainable Finance Lab

De sterke politieke verschuivingen in rechts-radicalen richting zijn volgens Martin Wolf, hoofdcolumnist van de *Financial Times*, vooral teweeggebracht door de maatschappelijke onvrede over de financiële crisis van 2008. Hij ziet financiële crises als keerpunten, “niet alleen economisch, maar ook politiek, omdat ze zichtbaar zijn voor het publiek en zo duidelijk de fout zijn van elite groepen en instituties” (Wolf, 2023). Na de crisis van 2008 is de maatschappelijke onvrede aangewakkerd en zijn politieke discussies over ‘bestaanszekerheid’ geagendeerd. Dit kwam doordat de astronomische verliezen van de financiële sector door de belastingbetaler moesten worden opgebracht en dat leidde onder meer tot langjarige bezuinigingen op publieke taken. Door de Europese Centrale Bank werd weliswaar veel geld in het financiële bestel gepompt, maar dat kwam eerder terecht in de vastgoed- en aandelensector dan in de reële economie (Bezemer en Zhang, 2014).

Sinds de crisis van 2008 is de rol van het financiële bestel in de economie verder toegenomen. Banken lenen steeds meer geld uit, vooral voor hypotheek en voor investeringen van private-equityfondsen (Bezemer, 2017; FD, 2023). Omdat banken bij het verstrekken van leningen nieuw, nog niet bestaand geld creëren, neemt de geldhoeveelheid verder toe en de stabiliteit van het bestel af.

Het is de taak van de ECB om dit van nature instabiele systeem te stabiliseren. Het mandaat van het monetaire ECB-beleid is in het Verdrag van Lissabon dan ook omschreven als “het handhaven van prijsstabiliteit en, onverminderd deze doelstelling, het ondersteunen van evenwichtige economische groei” (art. 3 en 119). Maar het is de ECB in de zeventien jaar sinds de crisis van 2008 niet goed gelukt om de beoogde prijsstabiliteit met een inflatiepercentage van twee procent te bereiken: lange tijd was de inflatie veel lager, en de laatste jaren juist hoger.

De ECB kan het systeem niet goed stabiliseren omdat het financiële bestel van nature instabiel is. Dat komt omdat banken om commerciële redenen op het verkeerde moment leningen verstrekken. Dat doen zij als voornamelijk als de prijzen, en dan vooral de huizenprijzen, al stijgen. Het daarmee gecreëerde nieuwe geld zorgt in die zogenaamde *boom*-fase voor verdere prijsstijgingen, dus hogere inflatie en nog meer leningen. Dit zichzelf versterkende, ‘procyclische’ systeem brengt een instabiele *boom-bust*-economie teweeg (Minsky, 1982). In het systeem ligt dus een groot risico op financiële crises besloten.

Zolang het bestel niet wezenlijk wordt gewijzigd, zullen crises blijven voorkomen (Reinhart en Rogoff, 2008). Ook Stiglitz (2024) merkt op dat, ondanks de hogere kapitaalvraag voor banken, de kans op een volgende crisis nog vrijwel even groot is als vóór 2008.

Het huidige instabiele financiële bestel vormt een bedreiging voor de stabiliteit van de economie en bedreigt vervolgens ook de stabiliteit van het politieke bestel. Tegen deze achtergrond is het van groot belang om het gebrekkige functioneren van het huidige systeem te begrijpen, en op grond daarvan aanbevelingen te formuleren om tot een financieel-economisch bestel te komen dat wel stabiel is.

In dit artikel laten we aan de hand van een door ons ontwikkeld systeem-dynamisch model zien waardoor het huidige financiële bestel ‘van nature’ instabiel is. Vervolgens maken we duidelijk dat stabiliteit van de euro alleen kan worden bereikt door gecentraliseerde sturing van de geldhoeveelheid in de eurozone. Dat is praktisch realiseerbaar door de uitgifte van digitale euro’s (*central bank digital currency*; CBDC) door de ECB.

Ineffectiviteit van ECB-beleid

Als direct gevolg van de financiële crisis in 2008 moesten de Europese overheden zo’n 3.000 miljard euro opbrengen

om failliete banken te redden en de terugval in economische activiteit op te vangen (Trading Economics, 2024). De gemiddelde staatsschuld in de eurozone nam daardoor toe van 66 procent van de totale productie in 2008 tot 93 procent in 2012. Daarna stelden beleidsmakers in de eurozone zich als doel deze schuld weer in te lopen door bezuinigingen. Het gevolg was een verdere economische stagnatie, die zich vertaalde in lage lonen en lage inflatieniveaus.

In zo'n situatie zal de ECB het inflatieniveau trachten te verhogen door middel van rentebeleid. Door geld tegen een lagere rente beschikbaar te stellen, wordt het verstrekken van leningen door commerciële banken gestimuleerd, waardoor meer geld in omloop komt, wat vervolgens leidt tot het gewenste hogere inflatieniveau.

Maar in de praktijk bleek dat banken na de financiële crisis van 2008 het (ECB-)geld niet gebruikten voor het verstrekken van leningen. In plaats daarvan hielden ze het geld aan om hun reserves te versterken. De ECB heeft daarom naast het gebruikelijke rentebeleid ook kwantitatieve verruiming (*quantitative easing*; QE), als een vorm van 'niet-standaardbeleid', moeten inzetten om de te lage inflatie op het doelniveau van twee procent per jaar te brengen. Daartoe werd in het QE-programma tussen 2010 en 2022 door de ECB zo'n 5.000 miljard euro aan nieuw gecreëerd geld indirect in het systeem gebracht door vooral overheidsobligaties op de financiële markten aan te kopen.

Het nadeel van deze QE-route was dat het nieuwe geld pas na een vertraging van enkele jaren de reële economie bereikte. Zodoende steeg de kerninflatie pas aanzienlijk in de loop van 2022, maar toen zo snel dat een niveau van ver boven de beoogde twee procent per jaar werden bereikt. Mede door de energieschaarste als gevolg van de oorlog in Oekraïne liep de inflatie daarna verder op tot zes procent per jaar.

Om het inflatieniveau vervolgens weer omlaag te brengen naar twee procent per jaar moest de economie worden

'afgekoeld' door de geldschepping van private banken af te remmen door middel van rentebeleid. De ECB heeft daartoe in het kwantitatieve-verkrappingsprogramma (*quantitative tightening*; QT) de beleidsrente langdurig op een 'trial and error'-manier verhoogd om het lenen van geld duurder te maken. Daarbij werd dan weer het risico genomen dat de economie als geheel opnieuw in een crisis zou komen.

Model van de reële en financiële markt

De dynamiek sinds 2008 toont dat de ECB niet goed in staat blijkt te zijn om de prijs- en algemene stabiliteit in de eurozone te handhaven. Aan de hand van een door ons ontwikkeld systeem-dynamisch model proberen wij te begrijpen waardoor de eurozone zo onstabiel is en het ECB-beleid zo ineffectief (Van Egmond en De Vries, 2024). We bespreken hier de opzet van het model, de boom- en bust-fase, en het resultaat.

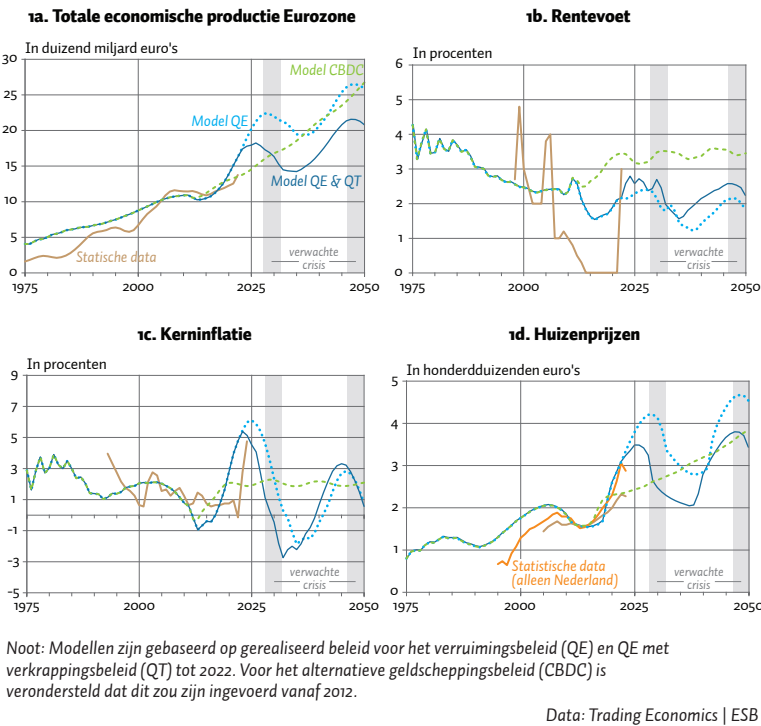
Opzet model

Het model simuleert een aantal kernvariabelen van het financiële en economische systeem voor een productie-, een diensten- en een overheidssector, in combinatie met vier categorieën consumenten. Het systeem-dynamische, niet-evenwichtsmodel van de economische ontwikkeling wordt daarin gecombineerd met een stock-flowweergave van de financiële sector. Zowel reële als monetaire voorraden en stromen zijn gemodelleerd op een hoog aggregatieniveau, met een gestileerde bankbalans met activa en passiva voor het bancaire systeem.

Het grote voordeel van dit systeem-dynamische model ten opzichte van de gangbaardere economische evenwichtsmodellen is dat de structurele oorzaak-gevolg-mechanismen op langere termijn expliciet worden meegenomen. Ze kunnen afzonderlijk en in samenhang worden bestudeerd en beoordeeld. Bovendien is het mogelijk om tijdreeksen

Modelresultaten en statistische gegevens

FIGUUR 1



voor cruciale systeemvariabelen te reconstrueren en deze te vergelijken met de werkelijk opgetreden ontwikkeling.

Het model blijkt het systeemgedrag over de afgelopen vijftig jaar redelijk bevredigend te reconstrueren. Het is bij uitstek in staat om langetermijnontwikkelingen weer te geven omdat, in tegenstelling tot klassieke evenwichtsmodellen, juist het dynamische tijdsgedrag wordt gemodelleerd en er dus niet wordt verondersteld dat er in het systeem evenwicht wordt bereikt (Van Egmond en De Vries, 2024). Dit maakt een geloofwaardige extrapolatie naar het jaar 2050 mogelijk en betekenisvol.

In het model wordt geld 'endogeen' gecreëerd wanneer private banken leningen verstrekken in antwoord op de vraag naar investeringen in de reële economie en, in toenemende mate, naar hypotheekleningen. Rentetarieven worden bepaald door (veranderingen in) zowel liquiditeit als investeringen. Activaprijzen, met name vastgoed- en huizenprijzen, zijn afhankelijk van het netto-inkomen en de groei daarvan. Zodra de huizenprijzen te hoog worden ten opzichte van het netto-inkomen, neemt door veronderstelde marktwerking het aantal transacties af van vijf procent naar drie procent per jaar. Het volume aan hypotheekleningen en daarmee de te creëren hoeveelheid nieuw geld neemt overeenkomstig af. In het model is die afnemende instroom van nieuw geld op zichzelf al voldoende om een vastgoed-/huizen crisis en vervolgens financiële crisis op te roepen.

Boom- en bustfase

In figuur 1 zijn de gesimuleerde ontwikkelingen van de economische productie, de kerninflatie, de huizenprijzen en de rentevoet in de eurozone weergegeven van 1975 tot 2050. De historisch gerealiseerde niveaus zijn weergegeven op basis van de statistische gegevens van Trading Economics (2024).

Zowel de historische ontwikkeling, als het gesimuleerde verloop voor beleid met alleen QE en beleid met QE en QT laat de *boom-bust*-golfbewegingen zien, zoals die in het huidige bestel van nature optreden. In een *boomfase*, waarin productie, inkomen en activaprijzen stijgen, verstrekken banken vanuit commercieel belang zo veel mogelijk leningen, en zodoende het bijbehorende bankgeld. In dit procyclische proces stijgen de activa- en huizenprijzen, wat vervolgens leidt tot meer en hogere leningen, dus meer geldschepping, toenemende liquiditeit en dus ook inflatie. Door de toenemende economische productie (figuur 1a) en bijbehorende investeringen neemt niettemin het renteniveau (1b) per saldo toe. De toenemende inflatie (1c) leidt tot hogere lonen, wat bij de op dat moment nog optimistische toekomstverwachtingen weer leidt tot nog hogere vastgoed- en huizenprijzen (1d).

Problematisch wordt het wanneer de hypotheeklasten door sommigen niet meer kunnen worden opgebracht, omdat deze lasten, mede door de rentestijging, een te groot deel van het netto-inkomen gaan vormen. Dit crisismoment wordt in het model gesimuleerd op basis van gegevens over de omvang en verdeling van hypotheeklasten over bevolkingsgroepen en de daaruit af te leiden kans op *defaulting*. Het neergaande proces wordt versterkt, doordat het aantal vastgoed- en huizen-transacties aanzienlijk afneemt. Hierdoor dalen de huizenprijzen en krimpt de economie met het risico op een forse recessie (*bustfase*).

Resultaat

Een eerste resultaat is dat zowel de productie, de kerninflatie als de huizenprijzen dezelfde golfbeweging laten zien; het procyclische karakter van het huidige financiële stelsel. Hierbij treedt de paradoxale situatie op dat er enorme winsten zijn voor private partijen, en de eveneens enorme verliezen voor rekening komen van de publieke belastingbetaler.

In beginsel moet de EU-regelgeving dit op ontijdige geldschepping gebaseerde proces beheersbaar maken, onder meer door de eis dat een bepaald percentage (in de orde van vijf procent) aan kapitaalbuffers moet worden aangehouden om niet terugbetaalde leningen op te vangen.

In de praktijk is de private geldschepping echter vrijwel onbegrensd. Door het inhouden van een deel van het aandeelhoudersdividend ter versterking van het 'eigen' bankkapitaal kan namelijk een veelvoud aan leningen worden verstrekt (Huber, 2023).

Als tweede resultaat bevestigen en verklaren de modelsimulaties dat de ECB-beleidsmaatregelen niet tot stabilisatie van het systeem hebben geleid en zullen leiden. Zowel de gesimuleerde als de waargenomen niveaus van de totale productie en inflatie in figuur 1 blijven forse fluctuaties vertonen. Het gevoerde QE- (en QT-) rentebeleid zijn blijkaar te indirect en te langzaam om de procyclische geldschepping door private banken te compenseren. Het systeem blijft instabiel en crises blijven in de toekomst dus voorkomen, met alle maatschappelijke gevolgen van dien. In het model gebeurt dit, afgezien van 2008, indicatief en met grote onzekerheid rond 2027 en 2045. Het is moeilijk voorstelbaar dat in het huidige financiële bestel de grote problemen die op ons afkomen effectief kunnen worden aangepakt.

Stabiel financieel bestel en stabiele economie

Om de werking van het financiële bestel te verbeteren, zal geldschepping op het juiste moment moeten plaatsvinden. Slingeringen in prijsniveau moeten worden gedempt door het geld te creëren wanneer de prijzen lager dreigen te worden (deflatie) en juist niet wanneer de prijzen al stijgen (inflatie gedurende de opgaande *boom*-fase). Zo'n anticyclisch en daarmee stabiel systeem vereist dat de geldschepping niet meer wordt gestuurd door private, commerciële belangen, maar uitsluitend vanuit het algemene, publieke belang. Dit vereist een onafhankelijk proces dat zich met name richt op prijsstabiliteit.

Gegeven dit algemene belang en de vereiste onafhankelijkheid is de geldschepping een publieke verantwoordelijkheid, die bij een overkoepelende publieke instelling (zoals de ECB) behoort te liggen. In de loop van de geschiedenis hebben veel filosofen (Aristoteles), economen (Ricardo) en staatslieden (Lincoln) hiervoor gepleit. Wat betreft Nederland moet met name de goed onderbouwde visie van voormalig (1989–1994) minister van Sociale Zaken, De Vries (2020, naamgenoot van auteur van dit artikel) worden genoemd.

Om zo'n hervorming mogelijk te maken zou het huidige artikel 123 van het Verdrag van Lissabon moeten worden geschrapt. Daarin is het de ECB verboden om geld te scheppen. In de nieuwe formulering moet dan worden vastgelegd dat de geldschepping een exclusieve taak is van de ECB. Daarbij wordt wettelijk voorgeschreven hoeveel geld de ECB op grond van de macro-economische situatie mag en moet creëren.

De publieke geldschepping kan effectief worden gerealiseerd door de introductie van 'echt' geld, in de vorm van *central bank digital currency* (CBDC). Dit echte geld verschilt wezenlijk van het geld dat in de huidige situatie door banken wordt gecreëerd bij het uitgeven van leningen. Dat laatste, 'bankgeld', bestaat namelijk slechts uit claims op echt geld (van de centrale bank), die burgers en bedrijven als depositohouders hebben bij een private bank. Zulke claims worden in de eurozone door het depositogarantiestelsel tot 100.000 euro per depositohouder gegarandeerd. Bij bankfaillissement vervalt het daarbovenuitgaande bedrag. Het 'echt' geld – de CBDC – wordt daarentegen volledig door de nationale en Europese overheden gegarandeerd.

De politiek kan grondwettelijk en langjarig vastleggen dat de ECB precies de hoeveelheid CBDC schept die naar schatting nodig is voor prijsstabiliteit in de eurozone. Omdat met behoud van het gewenste twee procent inflatieniveau ook bestaande overheidsschuld kan worden terugbetaald, zal dat aanvankelijk zo'n 500 miljard euro per jaar bedragen en op langere termijn afnemen tot zo'n 200 à 300 miljard euro per jaar overeenkomend met het inflatiedoel van twee procent. Met die begrenzing wordt de angst weggenomen dat er onder druk van de actuele politiek te veel geld zou worden gecreëerd. Het aldus met mate gecreëerde geld kan bijvoorbeeld worden gebruikt voor publieke infrastructuur, gewenste stimulering van economische sectoren en belastingverlaging.

In figuur 1 is ook de ontwikkeling voor dit CBDC-beleid weergegeven. Hierbij is verondersteld dat dit beleid in 2012, kort na de 2008-crisis, zou zijn ingevoerd. In dat

geval wordt het volgens het model veel eenvoudiger om prijsstabiliteit te bereiken, en kan het inflatieniveau voor de resterende periode tot 2050 worden gehandhaafd op het doelniveau van twee procent. Instabiele *boom-bust*-cycli doen zich niet meer voor. Zowel de totale productie als de huizenprijzen tonen een stabiele ontwikkeling. Deze vooruitberekeningen suggereren dat de kans op, en de omvang van economische crises (veel) kleiner is met de aldus gerealiseerde, meer directe sturing van de hoeveelheid geld.

Een veel gehoorde vrees dat de kredietverlening voor de reële economie zou afnemen is ongegrond. De banken zullen in hun toekomstige rol zorgen voor de bemiddeling tussen vraag en aanbod van kapitaal. De prijs die voor het lenen van geld wordt gehanteerd, de marktrente, wordt bepaald door de verhouding van vraag en aanbod. Als er veel vraag is naar geld, dan gaat de rente omhoog. Kapitaal krijgt dan weer een marktconforme prijs, die in figuur 1 fluctueert tussen de drie en vier procent.

Naar een stabiel financieel systeem

Een volgende financiële crisis lijkt onvermijdelijk. De kern van het probleem is de inherente instabiliteit als gevolg van de procyclische geldschepping door private banken vanuit commerciële belangen. Een stabiel financieel-economisch systeem is daardoor niet mogelijk binnen het huidige beleid: het vereist een meer evenwichtige en doelmatige geldcreatie.

Om de geloofwaardigheid van de democratie te versterken en daarbinnen richting te geven aan de Europese economische ontwikkeling, zal het evenwicht tussen publieke en private verantwoordelijkheden moeten worden hersteld. Geldschepping, als een principieel publieke functie, zal de exclusieve taak van de ECB moeten worden. Dat kan door het schrappen van het genoemde artikel 123 in het Verdrag van Lissabon en de gelijktijdige inrichting van een op CBDC gebaseerd, publiek geldstelsel. Het is de voorwaarde voor een stabielere, en daarmee houdbare samenleving.

Literatuur

Bezemer, D., A. Samarina, Zhang (2017) *The shift in bank credit allocation; new data and new findings*. DNB Working paper 559.

Bezemer, D. en L. Zhang (2014) *From boom to bust in the credit cycle: The role of mortgage credit*. Universiteit Groningen, SOM Research Reports, 14025-GEM.

Egmond, N.D. van, en B.J.M. de Vries (2024) *Reforming the eurozone financial system: A system-dynamics approach*. *International Review of Financial Analysis*, 93, 103192.

FD (2023) *Private Equity maakt stormachtige opmars in Nederland*. *Het Financieel Dagblad*, 21 juli

Huber, J. (2023) *The monetary turning point: From bank money to central bank digital currency (CBDC)*. Londen: Palgrave Macmillan, hfdst. 8.

Minsky, H.P. (1982) *The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist processes and the Behavior of the Economy*. Hyman P. Minsky Archive. Paper 282. Te vinden op digitalcommons.bard.edu.

Reinhart, C.M. en K.S. Rogoff (2008) *This time is different: Eight centuries of financial folly*. Princeton: Princeton University Press.

Stiglitz, J.E. (2024) *De weg naar vrijheid: Economie en de goede samenleving*. Amsterdam: Querido.

Trading Economics (2024) *Indicators*. Datasets op <https://tradingeconomics.com>, 1 april

Vries, B. de (2020) *Ontspoord kapitalisme*. Amsterdam: Prometheus, p. 622.

Wolf, M. (2023) *The crisis of democratic capitalism*. Londen: Allen Lane.