

Laten we het hebben over monetaire financiering

Het nieuwe kabinet is voornemens om een aantal stevige bezuinigingen door te voeren. Tegelijkertijd staan grote maatschappelijke vraagstukken te dringen om aangepakt te worden. Er zijn andere manieren om deze problemen te financieren dan de belasting te verhogen of te bezuinigen.

IN HET KORT

- Het publieke debat wordt gedomineerd door het idee dat de staatsbegroting nagenoeg dekkend moet zijn.
- Monetaire financiering is een alternatief voor het huidige begrotingsbeleid en wordt al geregeld ingezet.
- Monetaire financiering is noodzakelijk voor het oplossen van de grote maatschappelijke uitdagingen.

MICHÈLE THOLE

Finance Director bij Waag Futurelab

DIRK EHNTS

Zelfstandig econoom

In onze cultuur van zuinigheid past het idee dat de overheidsbegroting door de bank genomen in balans moet zijn. De rekening mag niet worden doorgeschoven naar toekomstige generaties en het geld moet eerst verdiend worden voordat we het kunnen uitgeven. Zo schreef *het Financieele Dagblad* tijdens de kabinetsformatie dat er zonder hogere belastingen of bezuinigen geen geld zou zijn voor 'nieuwe leuke dingen' (Jonker, 2024).

Hoewel de Tweede Kamer in haar uitnodiging voor een rondetafelgesprek over begrotingsbeleid stelde dat de vraag naar hoe de overheid met haar financiën om moet gaan weer actueel is (Hoogduin, 2024), vinden we in Nederland eigenlijk maar twee stemmen in het debat.

Er zijn de hardliners. Deze stellen dat er financiële begrotingskaders zijn, een hard getal of streefwaarde, en dat je je daaraan hebt te houden. Het verschil tussen overheidsuitgaven en belastingen moet worden gefinancierd door de uitgifte van staatsobligaties die aan een selecte groep financiële partijen worden verkocht. Investeerders, die *skin in the game* hebben, zorgen middels vraag en aanbod voor de juiste prijzen en volumes van staatsobligaties. Financiële markten straffen de verkwistende regeringen met hogere financieringskosten en belonen zuinige regeringen met lage financieringskosten. Dit systeem wordt gezien als voordelig voor financiële stabiliteit van landen (Menand en Younger, 2023). Deze aanpak heeft tot gevolg dat de overheidsbegroting de sluitpost op de economie is.

Het houdbaarheidssaldo van het CPB past in deze traditie: het is uiteindelijk een streefwaarde die moet worden bereikt (Rey et al., 2023). Ook de Studiegroep Begrotings-

ruimte, die adviseert om te streven naar een structureel feitelijk tekort van 2 procent (structureel 1,5 procent), zit in dit kamp; zij kiest voor het actuele schuldquoteniveau als de juiste target. Er zijn ook economen in dit kamp die stellen dat het nog strenger moet (Hoogduin, 2024).

Aan de andere kant van het debat zijn er de rekkelijken. Deze stellen enerzijds, net als de hardliners, dat een overheid toekomstige generaties niet met te veel schuld mag opzadelen. Maar anderzijds zien zij ook dat het juist goed mis kan gaan als er op sommige momenten te veel wordt bezuinigd – zoals bij de eurocrisis waar miljoenen Grieken de dupe van zijn geworden.

Een voorbeeld van dit middenkamp is Jacobs (2016), die schrijft dat begrotingsregels aangepast kunnen worden “zodat overheden kunnen lenen voor rendabele investeringen”. Recent schrijft hij dat het optimale beheer van de overheidsschuld vooral wordt “bepaald door politiek-normatieve opvattingen over de optimale verdeling van lasten en lusten tussen generaties”, waarover economen volgens Jacobs geen uitspraken kunnen doen. (Jacobs, 2024). Toch voegt hij toe dat een noodzakelijke randvoorwaarde voor begrotingsbeleid is dat de overheidsfinanciën op lange termijn niet ontsporen (Jacobs, 2024). Hiermee komt hij tot de (politieke) conclusie dat de overheidsbegroting de sluitpost moet zijn, waarmee hij teruggrijpt op de hardlinerlogica. Dit leidt tot inconsistentie in zijn redenering, omdat ook deze uitspraak normatief is.

Er zijn ook andere manieren om over de begroting van de overheid na te denken. Een hiervan is monetaire financiering. Daar gaan we in dit artikel op in. Een discussie hierover wordt in Nederland, anders dan in een themanummer in ESB, weinig gevoerd.

Monetaire financiering gebeurt al

De zuivere vorm van monetaire financiering houdt in dat een overheid direct gefinancierd wordt door de centrale bank, in plaats van door obligaties te verkopen aan banken, zoals dat nu gebeurt, en dat maakt overheidsuitgaven op elke gewenste niveau mogelijk.

Een indirecte vorm van deze financiering is in het verleden al geregeld voorgekomen op momenten waarop overheden grote bedragen uitgaven waardoor de overheidsschuld flink opliep: de Eerste en Tweede Wereldoorlog, de wederopbouw en recent nog om een economische recessie tijdens de coronapandemie te voorkomen. Omdat commerciële banken terughoudend bleken om staatsobligaties te kopen, speelden centrale banken op die momenten een belangrijke rol om ervoor te zorgen dat die staatsobligaties toch door de commerciële banken werden gekocht en overheden gelukkig konden uitgeven wat zij

wilden uitgeven. Dit deden centrale banken hoofdzakelijk door grootschalige programma's voor de aankoop van staatsobligaties.

Monetaire financiering komt dus wel degelijk voor, zij het in verkapte vorm, zowel in de VS (Menand en Younger, 2023) als in Europa (Bateman en Van 't Klooster, 2023). Elke keer dat de centrale bank instapt en de financiële sector de garantie geeft staatsobligaties op te kopen, of ze daadwerkelijk opkoopt, is er in feite sprake van verkapte monetaire financiering. Immers, de markt valt stil, de centrale bank stapt in zodat de overheid toch aan het benodigde geld komt via de verkoop van staatsobligaties.

Bateman en Van 't Klooster (2023) geven het voorbeeld van Mario Draghi, de toenmalige president van de Europese Centrale Bank, die in een opiniestuk uit 2020 opmerkte dat in de Eerste Wereldoorlog 85 tot 100 procent van de oorlogsuitgaven werd gefinancierd door nieuw geld uit te geven. Hij suggereerde dat centrale banken dit nu ook moesten doen voor de kosten van de coronacrisis. Centrale banken lanceerden daarop plichtsgetrouw enorme aankoopprogramma's voor staatsobligaties, terwijl er tegelijkertijd expliciet afstand werd gedaan van de suggestie dat deze programma's een daad van monetaire financiering waren (Schnabel, 2020).

Bateman en Van 't Klooster (2023) noemen deze vorm van monetaire financiering het 'disfunctionele taboe.' Aangezien er toch al op deze manier gefinancierd wordt, pleiten ze voor expliciete monetaire financiering in buitengewone tijden, zoals bij een oorlog of pandemie, wanneer er grote verschillen tussen vraag en aanbod van staatsschuld ontstaan. Hierbij treedt de centrale bank op om de markten voor staatsschulden te stabiliseren. Je zou goed kunnen beargumenteren dat woningnood, klimaatveranderingen, oorlogsdreiging en de huidige vermogensongelijkheid in aanmerking komen voor het label 'buitengewone tijden.'

Toch vertrouwen ook Bateman en Van 't Klooster (2023) in eerste instantie op de marktwerking als ordenend principe bij het bepalen van prijs en hoeveelheid van overheidsuitgaven, totdat de markt niet meer werkt, en dan mag de centrale bank de intermediairs steunen zodat overheden aan het benodigde geld komen.

Ook toepassen in normale tijden

Buitengewone tijden of niet, vanuit de visie van de aanhangers van de moderne monetaire theorie kan nog een stap verder worden gegaan: monetaire financiering zou je ook kunnen toestaan in gewone tijden, mits er voldoende controlemechanismen zijn voor operationele knelpunten, om uitvoerbaarheid te borgen en inflatie te voorkomen (Ehnts, 2024).

Neem het voorbeeld van de ondernemer die graag een assemblagelijijn wil opzetten voor rupsvoertuigen voor het Korps Mariniers en ook plannen heeft klaarliggen voor een munitiefabriek (Polman, 2024). Hiervoor heeft hij financiering nodig. Binnen de huidige praktijk verdient de financiële sector twee keer aan deze publieke investeringen. Wanneer de bank de ondernemer een lening geeft om te gaan bouwen én wanneer de bank rentedragende staatsobligaties koopt van de staat die vervolgens de rupsvoertuigen en munitie kan afnemen van de ondernemer.

De vraag is, wat voegt de financiële sector in dit voorbeeld toe? Waarschijnlijk is de financiële sector als geen ander in staat ondernemingsplannen te beoordelen, kredietwaardigheid te checken enzovoort. Dat is nuttig, dat moet beloond worden. Ook het verstrekken van een bedrijfslening, rente innen, navorderen en dergelijke kan de bank vast beter dan de overheid. Het eerste verdienmodel wil je dan in stand houden.

Stel dat de overheid kiest voor de uitvoer van de plannen van deze ondernemer. Als je (zuivere) monetaire financiering zou toestaan, zou de staat direct geld kunnen uitgeven via de centrale bank en zo de ondernemer betalen voor de afname van defensiemateriaal – zonder rente te hoeven betalen. Daarmee vervalt het tweede verdienmodel voor de financiële sector en als rentelast voor de overheid.

Het is niet ingewikkeld voor de centrale bank om het banksaldo van de staat op te hogen, op basis van door het parlement goedgekeurde plannen en begrotingen. De regeerakkoorden en begrotingen zijn door ministeries en het parlement beoordeeld en met de kredietwaardigheid van de staat zit het wel goed. Kortom, waarom zou daar het traject van staatsobligaties tussen moeten zitten?

Investerings nodig in Europa

Ook op Europees niveau kan monetaire financiering problemen oplossen. Volgens Christine Lagarde moet de EU vanaf 2031 jaarlijks 800 miljard euro investeren in de klimaattransitie. Daar komen nog investeringen in defensie en digitalisering bovenop. "Alles samen goed voor ruim 1.000 miljard euro per jaar", rekent Lagarde voor. Wie gaat dat betalen? Het antwoord van Lagarde: overheden hebben geen geld, dus heeft Europa een uniforme kapitaalmarkt nodig om het private geld dat nu wegloopt naar de VS ligt te slapen, te activeren voor Europese doelstellingen (Vanthielen, 2024).

Regeringen mogen dan wel geen geld hebben voor de ambities van de EU, het Eurosysteem van centrale banken heeft dat natuurlijk wel. Niet voor niets maakte Draghi naam met de slogan: "whatever it takes". Het Eurosysteem kan zo veel geld creëren als het wil. Waarom de omweg via de kapitaalmarkt, als de EU ook door het Eurosysteem gefinancierd zou kunnen worden – als we de spelregels veranderen.

Staatsobligaties zijn uniek want het gaat om een vrijwel risicovrije belegging mét rendement. Dat is wellicht een voordeel dat je wil behouden voor bijvoorbeeld spaarders en pensioenopbouw. Maar zelfs zonder geld uit te geven, kan de staat obligaties blijven uitgeven om te voldoen aan de wens voor risicovrije beleggingen met een zeker rendement. Dat is iets anders dan obligaties uitgeven om staatsuitgaven te financieren, want staatsobligaties zijn vanuit het oogpunt van moderne monetaire theorie niet nodig om de uitgaven van een staat te financieren.

Vanuit dit denkraam is overheidsschuld een verkeerde benaming; het is het geld dat de overheid in de maatschappij heeft gebracht, minus wat is teruggekomen via belastingen. 'Maatschappelijk kapitaal' zou een betere omschrijving zijn.

Overheidstekorten en inflatie

Voor hardliners is het duidelijk: te grote overheidsschulden leiden tot te veel geld in omloop en daardoor tot inflatie, en

het beheersen ervan, prijsstabiliteit, is het domein van de centrale bank. Maar niet alleen voor hardliners – vraag je partner of een willekeurige collega of vriend, wat er gebeurt als de overheid ‘geld gaat drukken’ en als een soort Pavlov-reactie komt het antwoord: ‘inflatie’.

Terwijl diezelfde persoon, bij iets verder doorpraten, ook wel snapt dat de stijging van de prijs aan de benzinepomp of bij de kassa van de supermarkt wel meer winst voor de private sector tot gevolg heeft, zoals de afgelopen jaren het geval was (Kingma en van Werch, 2024), maar niet komt door de overheidsschuld.

Inflatie komt in meerdere vormen en kent verschillende fasen, en vereist daarom ook specifieke, op de situatie toegespitste maatregelen, ex ante, ex durante en ex post. De inflatie rondom de recente energiecrisis was waarschijnlijk voor een groot deel door het aanbod bepaald, omdat aanbodschokken leidden tot schaarste en oligopolieposities in cruciale markten (olie), wat weer leidde tot prijsstijgingen die oversloegen op producten in andere markten waar olie voor nodig is, met uiteindelijk een brede acceptatie van inflatie tot gevolg, wat vervolgens ‘verkoop-inflatie’ mogelijk maakte, oftewel hogere prijzen over de hele breedte aan de kassa (Weber et al., 2024). Inflatie vereist dus een genuanceerde analyse en aanpak.

Vergeet ook niet dat het geld dat door netto-overheidsuitgaven (uitgaven minus belastingen) in de samenleving is gebracht, slechts een deel is van de totale geldhoeveelheid. Die bedraagt in Nederland 1,1 biljoen euro en de overheidsschuld (de cumulatie van netto-overheidsuitgaven) is circa 0,5 biljoen euro (DNB, 2024; Rijksoverheid, 2024b). De resterende 0,6 biljoen is gecreëerd middels kredietverlening door banken voor de private sector plus het gevolg van handel met het buitenland. Mocht je vinden dat er te veel geld in omloop is, waarom alleen met de vinger naar de overheid wijzen?

Je kan je zelfs afvragen of inflatie als fenomeen niet onevenredig veel aandacht krijgt. Pak het probleem bij de kern aan: structureel verminderen van inkomens- en vermogensongelijkheid. We zijn een land van te kleine financiële buffers bij veel huishoudens en bedrijven (Bezemer, 2020). Elk huishouden zou voldoende inkomen moeten hebben om in basisbehoeftes zoals wonen te kunnen voorzien. Elk huishouden zou moeten kunnen beschikken over financiële buffers om onverwachte kosten of investeringen, door bijvoorbeeld een energiecrisis, op te vangen. Dat zou ad-hoc-deeloplossingen zoals bestrijding van energiearmoede, of de invoering van toeslagen, overbodig maken.

Natuurlijk moet een staat niet ongebreideld uitgeven. Zoals Jacobs (2024) stelt: het normatieve uitgangspunt voor het te voeren begrotingsbeleid is dat de overheidsbegroting ten dienste staat van het optimaliseren van de maatschappelijke welvaart. Daar heeft de Tweede Kamer ook nu al een belangrijke rol in. Sturen op operationele knelpunten vanuit politieke langetermijndoelstellingen zou het proces sterk verbeteren. Een voorbeeld is Project Beethoven (Rijksoverheid, 2024a): vanuit een politieke doelstelling (de microchips-industrie moet behouden blijven) zijn operationele knelpunten geconstateerd (gebrek aan technisch personeel) waar vervolgens een plan voor is gemaakt. Geld ervoor was niet het probleem.

Op macroniveau zouden outputgaps per sector een rol kunnen spelen als vertrekpunt om bottlenecks te bepalen. Sturen op financiële doelstellingen zoals nu gebeurt (één, twee of drie procent ten opzichte van het bbp), geeft een schijnzekerheid.

De Nederlandse overheid zou zich geen zorgen hoeven te maken over liquiditeit, of geld sparen voor later. Ze zou erop moeten kunnen vertrouwen dat het Eurosysteem van centrale banken haar van geld voorziet wanneer dat nodig is, zoals vastgelegd in verstandige nationale of Europese begrotingen. Idem voor de Europese Unie.

Tot besluit

Het is voor beleidsmakers, economen en politici zaak om ook buiten het gangbare begrotingskader te kijken en om vraagtekens te zetten bij de onderliggende aannames van het huidige beleid. Monetaire financiering is al een onderdeel van de huidige praktijk en het wordt tijd deze vorm van financiering uit de taboesfeer te halen zodat de grote maatschappelijke vraagstukken effectief aangepakt kunnen worden – zonder stuk te lopen op de vraag: hoe gaan we dat betalen.

Terug naar de financiële dwangbuis voor overheidsuitgaven: het is zonde van de tijd dat men discussieert over wat nu het juiste percentage tekort is ten opzichte van het bbp. Herontwerp het begrotingsproces met een centrale rol voor operationele, geen financiële, bottlenecks. Want zoals Keynes al zei: “anything we can actually do, we can afford” (Mason, 2011).

Literatuur

- Bateman, W. en J. van 't Klooster (2023) The dysfunctional taboo: monetary financing at the Bank of England, the Federal Reserve, and the European Central Bank. *Review of International Political Economy*, 31(2), 413–437.
- Bezemer, D. (2020) *Een land van kleine buffers*. Amsterdam/Antwerpen: Pluim.
- DNB (2024) *Bijdrage van Nederland aan monetaire aggregaten in het eurogebied*. DNB, 26 juli. Te vinden op data.overheid.nl.
- Ehnts, D. (2024) *Moderne Monetaire Theorie: Een introductie*. Walburgpers.
- Hoogduin, L. (2024) *Rondetafelgesprek 'Economische vooruitzichten en het begrotingsbeleid'*. Position Paper, 26 maart. Te vinden op www.tweedekamer.nl.
- Jacobs, B. (2016) Langdurige stagnatie? Je gaat het pas zien als je het door hebt. *ESB*, 101(4741), 616–619.
- Jacobs, B. (2024) Begrotingsbeleid voor een nieuw kabinet. *ESB*, 109(4829), 34–37.
- Jonker, U. (2024) De financiële dwangbuis hangt al weer klaar voor Wilders. *Het Financieel Dagblad*, 29 maart.
- Kingma, A. en B. van Wersch (2024) *Tijdens de energiecrisis heeft marktmacht de winstmarges verhoogd*. *ESB*, 109(4829), 16–19.
- Mason, J.W. (2011) *Anything we can do, we can afford*. Blog op jwmason.org, 3 juni.
- Menand, L. en J. Younger (2023) Money and the public debt: treasury market liquidity as a legal phenomenon. *Columbia Business Law Review*, 2023(1). Te vinden op scholarship.law.columbia.edu.
- Polman, J. (2024) Met al die miljarden extra euro's piept en kraakt de inkoop van legerspullen. *Het Financieel Dagblad*, 29 april.
- Rey, R., E. Tiras, J. van Toor en E. Westerhout (2023) *Ankers voor begrotingsbeleid; een literatuuroverzicht*. CPB Notitie, september.
- Rijksoverheid (2024a) *Nederland investeert € 2,5 miljard in sterk ondernemingsklimaat voor microchipsector Brainport Eindhoven*. Rijksoverheid Nieuwsbericht, 28 maart.
- Rijksoverheid (2024b) 3.1 *Ontwikkeling overheidsaldo en schuld*. Ministerie van Financiën Voorjaarsnota. Te vinden op www.rijksfinancien.nl.
- Schnabel, I. (2020) *The shadow of fiscal dominance: misconceptions, perceptions and perspectives*. Speech te vinden op ecb.europa.eu.
- Vanhielen, F. (2024) *ECB-voorzitter Lagarde: 'Ruim 1.000 miljard euro per jaar nodig voor investeringen in klimaat, defensie en digitalisering'*. Trends Knack, 26 februari.
- Weber, I.M., J. Lara Jauregui, L. Teixeira en L. Nassif Pires (2024) Inflation in times of overlapping emergencies: Systemically significant prices from an input–output perspective. *Industrial and Corporate Change*, 33(2), 297–341.