Waarom de ECB naar inflatie streeft

De ECB moet zorgen voor prijsstabiliteit. Ze streeft echter naar inflatie. Is de ECB gek geworden of kloppen haar modellen niet? In dit artikel lees je waarom de ECB inflatie wil en wat er moet gebeuren om dat te stoppen.

In het eurogebied is de inflatie al jaren vrij laag. Goede zaak zou je denken. Lage inflatie is een basiskenmerk van een sterke munt. De ECB is echter niet tevreden. Dat is opmerkelijk daar het haar taak is om prijsstabiliteit te handhaven.[1] Eigenlijk zou ze met de eer van de lage inflatie moeten strijken en claimen dat ze het uitstekend doet. In plaats daarvan smijt ze met miljarden, verstoort ze de markt en werkt ze zichzelf in de schulden.

Inflatie voor schuldgroei

In dit artikel betoog ik dat het inflatiebeleid van de ECB volkomen logisch is. Haar beleid vloeit voort uit het stelsel waarvan ze de hoeksteen is. Dat stelsel is gebaseerd op schuld. Als de ECB de economie wil stimuleren, stimuleert ze de schuldgroei. Groei van de schulden remt echter de welvaartsontwikkeling. Omdat de ECB geen andere instrumenten heeft probeert ze hoe dan ook schuldgroei te forceren. Daarom streeft ze naar inflatie. Inflatie drukt de reële schuldenlasten waardoor de nominale schulden verder kunnen toenemen. Dit beleid is logisch maar ondermijnend voor de euro en de samenleving. De ECB behoeft nieuwe instrumenten waarmee ze effectiever en minder marktverstorend kan opereren. De wetgever dient haar deze te verschaffen.

Buitensporig beleid

Onder Mario Draghi is het beleid van de ECB uit de rails gelopen. De president van De Nederlandsche Bank, Klaas Knot, distantieerde zich er publiekelijk van.[2] Voormalig centrale bankiers stellen dat de ECB haar mandaat (handhaving van prijsstabiliteit) met voeten treedt en vrezen dat ze controle verliest.[3] De ECB is lang niet de enige centrale bank met buitensporig beleid. Alle toonaangevende centrale banken in de Westerse wereld nemen groteske maatregelen die het financiële stelsel danig verstoren. Dit hangt samen met een inherente

[1] Artikel 127 VWEU bepaalt: "Het hoofddoel van het Europees Stelsel van Centrale Banken hierna „ESCB" te noemen, is het handhaven van prijsstabiliteit. (…)" Het ESCB bestaat uit de nationale centrale banken (NCBs) en de ECB gezamenlijk. De ECB is het bestuursorgaan van het ESCB en wordt vaak genoemd in plaats van het ESCB.

[2] DNB (13 september 2019) 'Klaas Knot reageert op monetairbeleids-maatregelen van de ECB'.

[3] Memorandum on ECB Monetary Policy by Issing, Stark, Schlesinger and Wellink (2019).

tegenstelling in het monetair-financieel systeem waarin ze opereren. Die tegenstelling komt voort uit de schepping van geld uit schuld.

Kredietverlening

Het monetair-financieel systeem is gebaseerd op vertrouwen; vooral het vertrouwen in banken. Om dat vertrouwen te behouden is het belangrijk dat banken hun verplichtingen altijd nakomen. De centrale bank staat hen daarbij terzijde. Ze verleent de banken krediet en verzorgt hun onderlinge betalingsverkeer.[4] Om aan dat betalingsverkeer deel te nemen moeten banken tegoeden aanhouden bij de centrale bank. Dergelijke tegoeden ontstaan als de centrale bank effecten koopt of als banken bij haar lenen. De centrale bank crediteert dan de rekeningen van betrokken banken, die zo extra tegoeden bij de centrale bank verkrijgen.

Banken lenen bij de centrale bank door haar onderpand te verschaffen. Ze kunnen zoveel krediet verkrijgen als ze bezittingen hebben om te belenen. Zodoende hebben banken aan geld doorgaans geen gebrek. Via de rente tracht de ECB de kredietverlening te sturen. Ze berekent rente over het krediet dat ze aan de banken verleent en over de tegoeden die de banken bij haar aanhouden. Via deze rentes probeert de ECB de banken te stimuleren dan wel te ontmoedigen om aan hun klanten krediet te verlenen.

Geldschepping

De kredietverlening door banken staat centraal in het beleid van de ECB. Dat komt doordat banken, via kredietverlening, datgene voortbrengen wat in de economie als geld wordt gebruikt: geldtegoeden. Indien de ECB de maatschappelijke geldhoeveelheid wil vergroten probeert ze banken ertoe te bewegen meer krediet te verlenen waardoor nieuwe geldtegoeden ontstaan. De ECB vergroot de geldhoeveelheid dus niet door eurobiljetten te drukken en in omloop te brengen. Ze doet het door het gedrag van banken te beïnvloeden.

Banken zijn echter niet verplicht om aan de wens van de ECB te voldoen. Het zijn ondernemingen die weliswaar gevoelig zijn voor de prikkels die ze van de ECB krijgen. Het blijven echter ondernemingen die hun eigen commerciële keuzes maken. Zij gaan bijvoorbeeld geen krediet verlenen omdat de ECB dat wil. Ze doen dat als ze menen dat het profijtelijk is. Die profijtelijkheid wordt in belangrijke mate bepaald door de waarschijnlijkheid dat geldleners hun schulden kunnen betalen. Naarmate leners al veel schulden hebben, wordt de kans daarop kleiner, en wordt het voor banken minder opportuun hen nog meer krediet

[4] De centrale bank is toezichthouder en hulpdienst in één. Mochten zich tekorten voordoen bij de banken dan springt de toezichthouder bij. Economen noemen dat de “lender of last resort” waarmee ze een hoogst merkwaardig instituut normaliseren. Bakkers bijvoorbeeld, kennen geen overheidsinstelling waarop ze kunnen terugvallen als niemand hen nog een cent wil geven. Laat staan dat uitgerekend de toezichthouder degene is die wanpresteerders terzijde staat.

te verlenen. Zo zorgt een toenemend schuldniveau dat de maatschappelijke geldkraan steeds verder dicht gaat.

Maatschappelijke schuldniveaus

Dit op bancair krediet gebaseerde geldstelsel is sinds de Tweede Wereldoorlog opgekomen. Aanvankelijk kon het een grote vlucht nemen, omdat de maatschappelijke schuldniveaus laag waren en geen belemmering vormden voor toenemende kredietverlening. Sterke economische groei en stevige inflatie waren het gevolg. Met de kredietverlening liepen ook de schulden op. Inmiddels hebben deze niveaus bereikt waarbij verdere kredietverlening veelal onverantwoord is. Deze kredietverlening draagt ook niet meer bij aan de welvaartsontwikkeling. Zo berichtte de OECD in 2015 dat verdere schuldgroei remmend werkt op de welvaartsontwikkeling.[5] Dit heeft de politiek echter nog niet ertoe bewogen om de marktordening te herzien. Dat is echter wel wat moet gebeuren.

Stagnatie

Hoge schuldniveaus remmen de welvaartsontwikkeling. Ze zorgen voor hetgeen economen 'secular stagnation' noemen.[6] De econoom Steve Keen heeft er echter een gepastere naam voor: 'credit stagnation'. De hoge schulden doen de kredietverlening stagneren, waarop de ECB in het geweer komt om deze weer op gang te brengen. Daarbij probeert ze banken ertoe te bewegen meer krediet te verlenen. Banken blijken dat ondanks de buitensporige stimulans die ze krijgen echter maar mondjesmaat te doen. De hoge schuldniveaus zijn daarvan de oorzaak. Als geldleners hun schuldenlasten amper kunnen dragen is het voor banken niet opportuun hen met nog meer schulden te belasten. Desondanks weet de ECB niks anders te doen dan door te duwen, en het schuldniveau ten koste van alles verder op te drijven.

Inflatie

Daartoe gebruikt ze verschillende instrumenten. Ze koopt effecten op (staatsschuld en andere obligaties) waardoor de financiële markten overspoeld raken met liquiditeit. Dat drijft prijzen op; niet in de supermarkt maar wel op effecten- en vastgoedmarkten. Onder andere de huizenprijzen worden zo kunstmatig opgedreven. Dat vergroot de waarde van het onderpand waartegen banken krediet verlenen, wat ruimte geeft voor verdere schuldgroei. Deze 'asset price inflation' is de ECB echter niet genoeg. Daarom stuurt ze ook aan op inflatie die je wel bij je dagelijkse boodschappen voelt. Deze inflatie heeft een verlichtend effect op bestaande

[5] OECD (2015), "How to restore a healthy financial sector that supports long-lasting, inclusive growth?", OECD Economics Department Policy Notes, No. 27, June 2015.

[6] In economics, secular stagnation is a condition when there is negligible or no economic growth in a market-based economy. In this context, the term secular means long-term, and is used in contrast to cyclical or short-term. Bron: wikipedia.

schulden. Stijgende prijzen gaan doorgaans namelijk gepaard met stijgende lonen. Die zorgen dat huishoudens bestaande schulden makkelijker kunnen betalen, en weer ruimte krijgen om nieuwe schulden te maken. Met inflatie creëert de ECB dus omstandigheden waarin de schulden verder kunnen toenemen.

Motor die zichzelf doet afslaan

Het monetair-financieel stelsel zit echter in een spagaat. Het maken van meer schulden is in dit stelsel nodig om de ontwikkeling op gang te houden. Tegelijkertijd staat schuldgroei aan welvaartsontwikkeling in de weg. Dit stelsel is te vergelijken met een verbrandingsmotor waarvan de uitlaat als luchttoevoer dient. Dat is een motor die zichzelf doet afslaan. De centrale bank is een turbo in deze motor. Die turbo maakt het ontwerp van de motor echter niet beter en doet de motor ook niet beter lopen. Het is oversturing van een disfunctionerend systeem. Dat is ineffectief en vergroot de problemen. Het zou de centrale bank sieren als ze de politiek zou aangeven dat de motor niet meer functioneert en ‘re-engineering’ behoeft. In plaats daarvan is ze nu echter bezig de motor op te blazen. De maatschappelijke kosten daarvan zijn niet te overzien.

Contant geld

Het probleem van de hoge schulden is niet nieuw. Vele volkeren en culturen hebben ermee geworsteld. Het oude Athene had er een mooie oplossing voor gevonden: contant geld. De overheid runde een zilvermijn, sloeg munten van zilver en deelde die aan de burgers uit, meestal ter betaling voor het een of het ander. Dat stelde de Atheners in staat hun schulden te betalen waardoor verval in slavernij werd voorkomen.

Iets dergelijks zou vandaan ook kunnen, zelfs zonder zilvermijn. Daartoe hoeft de ECB maar eurobiljetten te drukken en deze ter besteding aan de lidstaten te bezorgen. Het verbod op monetaire financiering (artikel 123 VWEU) staat hieraan niet in de weg zolang de ECB deze biljetten maar ‘om niet’ verstrekt. Met contant geld kan de geldhoeveelheid groeien zonder dat er schulden hoeven te worden gemaakt. De ECB benut deze mogelijkheid echter niet. Zij gebruikt contant geld niet om de geldhoeveelheid te beïnvloeden. Ze stelt het alleen beschikbaar aan rekeninghouders die een deel van hun tegoed bij de centrale bank contant willen opnemen. Deze ‘kopen’ dan contant geld en betalen met tegoed. De geldhoeveelheid verandert niet door zo’n opname. Wat wel verandert is de samenstelling van de geldhoeveelheid.

Schuldvrije euro’s

Het zou echter helpen als contant geld, net als in het oude Athene, weldegelijk als monetair instrument wordt gebruikt. De geldhoeveelheid kan dan toenemen zonder dat de schulden meteen ook toenemen. Met behulp van dergelijke ‘schuldvrije’ euro’s kan de welvaartsontwikkeling inflatieloos op gang worden gehouden en kunnen de maatschappelijke

schuldniveaus worden verlaagd. Modellering van een dergelijke schuldvrije euro laat een stabiele welvaartsontwikkeling zien, en toont bovendien dat schommelingen kleiner worden.[7]

De schuldvrije euro bestaat thans alleen in de vorm van eurobiljetten en -munten. Deze zijn echter ongeschikt om als monetair instrument te dienen. De omloop ervan is onbeheersbaar en opaak. Digitale euro's daarentegen zouden uitstekend in deze behoefte kunnen voorzien. Banken noch de centrale bank kunnen echter *digitale* schuldvrije euro's voortbrengen. In het digitale domein is hun macht beperkt tot voortbrenging van euro-*tegoeden*. Dat zijn vorderingsrechten gebaseerd op schuld. Een digitale schuldvrije euro daarentegen vindt zijn basis niet in schuld maar in de wet.[8] De wetgever is dan ook degene die een digitale euro in leven kan roepen. Daarbij past het tevens te bepalen wie deze onder welke voorwaarden in omloop mag brengen, en wie daarvan het voordeel geniet.

Via burgerinitiatief Ons Geld is dat in 2015 bij de Tweede Kamer aanhangig gemaakt. Dat heeft de politiek enigszins bewust gemaakt van de structuur van het geldstelsel. Daardoor lijkt er nu consensus te ontstaan over de noodzaak om een veilig alternatief te creëren voor de bankrekening. Dit is de eerste stap op weg naar een schuldvrije euro en stabilisering van het geldstelsel.[9] Invoering van dat veilige alternatief is urgent.

De centrale beleggingsclub

Als de ECB erin slaagt om inflatie te veroorzaken bestaat de kans dat ze zelf in de problemen komt. Haar balans (althans de geconsolideerde balans van het ESCB)[10] is namelijk uit het lood. Door de grote effectenaankopen van de laatste jaren zijn de centrale banken eigenlijk geen banken meer. Het zijn beleggingsinstellingen geworden. Banken maken winst uit rentemarge; het verschil tussen de rente die ze ontvangen uit kredietverlening en de rente die ze

[7] N D van Egmond en B J M de Vries, Monetary Reform: dynamics of a sustainable financial-economic system, Utrecht University.

[8] Een vermogensobject dat onstoffelijk is en geen vordering betreft brengt juridische complicaties met zich mee. De eigendom en juridische overdracht ervan vergen een wettelijke basis, zoals dat bijvoorbeeld bestaat voor het auteursrecht en een octrooi. Zie voor een gedetailleerde uitwerking van deze problematiek naar Engels recht: Jean Bacon, Johan David Michels, Christopher Millard & Jatinder Singh, Blockchain Demystified: A Technical and Legal Introduction to Distributed and Centralised Ledgers, 25 RICH. J.L. & TECH., no. 1, 2018. Voor Nederlands recht zij verwezen naar artikel 3:83 BW dat voorziet dat rechten anders dan eigendom, beperkte rechten en vorderingsrechten slechts overdraagbaar zijn wanneer de wet dat bepaalt. Eigendom heeft ingevolge artikel 5:1 BW betrekking op en zaak. Zaken zijn de voor menselijke beheersing vatbare stoffelijke objecten (artikel 3:2 BW). Eigendomsrechten op onstoffelijke objecten zijn niet onmogelijk maar behoeven een wettelijke basis.

[9] Zie voor de stand van zaken per 15 november 2019 onze brief aan de Tweede Kamer van die datum.

[10] ESCB staat voor het Europese Stelsel van Centrale Banken. Zie ook voetnoot 1.

vergoeden over de tegoeden die bij hen worden aangehouden. Dat verschil is voor een centrale bank altijd positief daar ze het autonoom kan bepalen. Het kernbedrijf van een centrale bank is dan ook risicoloos.

Restschuld

Nu centrale banken overwegend effecten op hun balans hebben staan is hun winstgevendheid echter onzeker geworden. Dat maakt ze kwetsbaar wanneer de inflatie toeslaat. Inflatie kan hen noodzaken om de rente op tegoeden te verhogen. Deze rentebetaling is dan niet gedekt door meegroeiende rente-inkomsten uit hun kredietverlening. Het geld voor rentebetaling moet dan komen uit het effectenbezit van de centrale banken. De kasstroom uit dat bezit groeit echter niet met een rentestijging mee. Deze kan zelfs gaan haperen omdat bedrijven en overheden bij stijgende rente in de problemen kunnen komen. Ook de waarde van het effectenbezit zal waarschijnlijk dalen daar beleggers bij hogere rente de laagrentende effecten die de centrale banken hebben opgekocht niet willen hebben. De kans bestaat dat centrale banken met een restschuld blijven zitten. Een netto kasstroom van de centrale bank stroomt dan naar de banken in een poging om de inflatie te beteugelen. Wellicht zal dan blijken dat de ECB net zo slecht in staat is om inflatie te beteugelen, als ze die nu weet aan te wakkeren.

Einde van de euro

Ook de samenleving is uiterst kwetsbaar geworden voor rentestijging. De maatschappelijke schuldniveaus zijn, mede door de inrichting van het geldstelsel, tot het uiterste opgedreven. Dat is gebeurd onder aanhoudend dalende rente. Op stijging van de rente is de samenleving niet meer berekend. Een forse rentestijging staat garant voor wanbetaling en een stortvloed aan faillissementen. Ook het effectenbezit van de centrale bank gaat dan onderuit. Dat kan het einde betekenen van de centrale bank en de munt die zij onder haar hoede heeft. De kans dat een supranationale private cryptomunt zoals de Libra van Facebook het geldstelsel overneemt wordt dan reëel.

Nalatigheid van de centrale bank

Het beleid van de ECB is volkomen logisch, gegeven het stelsel waarvan ze de hoeksteen is. Dat wil echter niet zeggen dat het ECB-beleid goed is. In plaats van inflatie te forceren zou de ECB aan de politiek moeten bekennen dat het op schuld gebaseerde geldstelsel zijn grenzen heeft bereikt. Dan heeft de politiek een duidelijk signaal om de noodzakelijke structuurwijziging uit te werken en door te voeren. Hier laat de ECB het ernstig liggen, waardoor ze het publieke geldstelsel in gevaar brengt en zelf de hoofdoorzaak dreigt te worden van de volgende crisis.

De benodigde structuurwijziging betreft de invoering van een veilig alternatief voor de bankrekening als basis voor de ontwikkeling van digitaal contant geld. Hoe dat in elkaar zit lees je in ‘nieuwe instrumenten voor monetair beleid’.

Edgar Wortmann, 18 november 2019

Download als pdf

Verder lezen

- Een veilige rekening voor iedereen
- Publieke bewaarinstelling: veilige haven en gelijk speelveld voor giraal geld
- Vragen over WRR-rapport “Geld en schuld: de publieke taak van banken”
- De veilige rekening en de bankgirocentrale 2.0
- Nieuwe instrumenten voor monetair beleid
- Libra: mijlpaal in de privatisering van geld
- Wat Europa tegen de Libra kan doen
- (G)een veilige haven voor giraal geld
- Digitaal contant geld
- Memo full reserve
- Negatieve rente