

MONETAIR

De voor- en nadelen van publieke geldschepping

Steeds vaker klinkt het pleidooi voor publieke geldschepping. Het IMF, de Bank of England en in Nederland de WRR doen hier onderzoek naar. Begrijpelijk, want de beloftes van publieke geldschepping, een fundamenteel stabiel bankwezen, een effectiever monetair instrumentarium en minder druk op de overheidsfinanciën, zijn groot. De vraag is of de voordelen groter zijn dan de nadelen. Werkt het ook in de praktijk?

BAS DOMMERHOLT
Toezichtouder bij de Autoriteit Financiële Markten

RENS VAN TILBURG
Directeur van het Sustainable Finance Lab

In reactie op de financiële crisis zijn wereldwijd maatregelen genomen om banken stabiel te maken. Maar het maatschappelijke vertrouwen in de banken is ernstig beschadigd en volgens veel economen is een meer fundamentele hervorming van het bankwezen nodig (King, 2016, Turner, 2015 en Wolf, 2015). Hervormingen die ook de risico's van deflatie en stagnatie aanpakken, nu het rente-instrument van centrale banken zijn grenzen nadert. Zo is in verschillende landen de discussie opgeleefd over de vraag of geldschepping wel aan de markt (dus de banken) moet worden overgelaten, of dat dit een publieke taak zou moeten zijn.

Vaak wordt hierbij het Amerikaanse 'Chicago-plan' uit de jaren dertig aangehaald als voorbeeld van een systeem van publieke geldschepping (Philips, 1995). Dat kwam toen ondanks brede steun onder de leidende economen van die tijd onder andere vanwege technische problemen nooit van de grond. Nu is met moderne ICT meer mogelijk. Hedendaagse varianten van het Chicago plan bevatten dan ook geen zware full reserve kapitaalsvereisten meer, maar stellen voor dat de centrale bank een publieke digitale munt uitgeeft. Dat ziet het Nederlandse parlement ook; zij hebben de WRR gevraagd de voorstellen te bestuderen.

Doel van dit artikel is het ontwarren van dit complexe debat door de meest gebruikte argumenten voor en tegen publieke geldschepping naast elkaar te zetten. Onder geld verstaan wij hier het gangbare betaalmiddel, in de macro-economie meestal aangeduid als M1.

HUIDIGE WIJZE VAN GELDSCHEPPIING

In ons huidige stelsel scheppen commerciële banken het geld vanuit een winstmotief. Dit doen zij door leningen te

verstrekken en deze uit te keren als positief saldo op een betaalrekening, zie figuur 1. De twee balansposten zijn gelijk in hoofdsom maar verschillend in voorwaarden. Het saldo op de betaalrekening is direct opvorderbaar, en dus een vorm van giraal geld, terwijl de lening van de bank een langere looptijd heeft. Marge voor de bank ontstaat wanneer de rente op de lening hoger is dan de rente op het girale geld. Winst wanneer deze marge hoger is dan de kosten. Daarnaast kunnen banken een vergoeding vragen voor betaaldienstverlening.

Banken scheppen het uit te lenen geld dus zelf, zonder dat daar besparingen tegenover staan. Maar dit kan niet ongelimiteerd. De bank neemt immers het risico dat de kredietnemer het nieuwe geld overboekt naar een andere bank. De ontvangende bank zal voor het overnemen van die betaalschuld gecompenseerd moeten worden. Verder zal de bank pas geld uitlenen wanneer ze ervan overtuigd is, bijvoorbeeld vanwege verstrekte zekerheden, dat die lening wordt terugbetaald.

Binnen dit raamwerk probeert de centrale bank de geldschepping in lijn te houden met haar doelstelling van prijsstabiliteit. Dit doet ze door de geldschepping te beïnvloeden via kapitaal en liquiditeitseisen en door met het rente-instrument de prijs van geld te bepalen. Zie bijvoorbeeld Bank of England (2014), het Sustainable Finance Lab (2015) en de ESB-blogs van Boonstra en Van Schoot (2016) voor een uitgebreide beschrijving van geldschepping in het huidige stelsel.

PUBLIEKE GELDSCHEPPIING

Bij publieke geldschepping scheidt de centrale bank het geld vanuit zijn primaire doelstelling van prijsstabiliteit. Geld wordt niet in omloop gebracht via een wederzijdse schuld-aanvaarding, zoals nu, maar als een uitkering van de centrale bank aan de overheid zonder terugbetaalverplichting.

Het bancaire bedrijf wordt hiermee opgesplitst in betaaldienstverlening, gericht op het operationeel faciliteren van transacties, en investeringsbanken of vermogensbeheerders die financieel economisch georiënteerd zijn. Betaaldienstverleners houden het girale geld namens hun klanten aan bij de centrale bank. Zo'n beheer- en betaalfunctie is te vergelijken met de huidige rol van banken in het effectenverkeer, waarbij de aandelen op de effectenrekening eigendom zijn van de klant en niet in de bankenboedel vallen.

Investeringsbanken halen besparingen op bij hun klanten en lenen deze vervolgens weer uit, vergelijkbaar met het huidige spaar en beleggingsaanbod. Het verschil is dus dat ze het uit te lenen geld niet meer zelf kunnen scheppen. Banken kunnen dan twee typen rekeningen aanbieden: een veilige betaalrekening gegarandeerd door de centrale bank en een risicodragende spaarrekening waarbij klanten hun geld wel aan de bank toevertrouwen, die dit vervolgens renderend uitzet (figuur 2).

Omdat er aan publiek geld dus geen schuld kleeft, is het boekhoudkundig gezien een vorm van permanent eigen vermogen. Het muntrecht is in figuur 2 opgenomen als een immaterieel actief, maar in de praktijk is slechts een enkelvoudige eigendomsregistratie nodig (Simonite, 2016).

VOORDELEN VAN PUBLIEKE GELDSCHEPPIING

We bespreken hier de meest gehoorde argumenten voor publieke geldschepping.

Betere allocatie van middelen door sterker prijssignaal

Het prijssignaal is bij publieke geldschepping sterker. Bij publieke geldschepping heeft een aantrekkende financieringsvraag geen directe gevolgen voor de geldhoeveelheid en zullen de rentes harder stijgen. In het huidige geldstelsel leidt een toegenomen vraag naar financiering tot extra bancaire kredieten en deze geldcreatie remt de stijging van de rentes. Sneller stijgende rentes dempen de conjunctuur meer waardoor kredietbubbel zich minder snel ontwikkelen. Andersom geldt ook dat rentes sneller zullen dalen, wanneer de financieringsvraag daalt. De beweging naar evenwicht verloopt dus in hogere mate via de rente.

Ook bij in en uitstroom van buitenlands kapitaal doet dit zich voor. Transacties op de valutamarkten hebben geen directe invloed meer op de grootte van de binnenlandse geldhoeveelheid (BIS 2009), en werken dus volledig door in de wisselkoers. Dit zou bepaalde destabiliserende effecten van internationale kapitaalstromen kunnen verminderen. Het sterkere prijssignaal bij publieke geldschepping zou voor een betere allocatie van kapitaal kunnen zorgen.

Geen bankrups meer in de betaalinfrastructuur

Wanneer betaaltegoeden bij de centrale bank worden aangehouden, staan deze niet langer bloot aan kredietrisico en dat zorgt voor een verbeterde financiële stabiliteit. Bij een bankfaillissement kan een andere betaalbedrijf het beheer van de tegoeden van de klanten van de faillierende bank overnemen. Hierdoor is het niet meer zo dat de eerste die geld opneemt een grotere kans heeft het ook terug te krijgen. Bij publieke geldschepping verdwijnt de prikkel tot een bankruin in de betaalinfrastructuur en daarmee ook het risico dat het girale betalingsverkeer en daarmee de reële economie volledig stilvalt. Dat risico speelde in 2008/2009.

Deflatierisico's zijn beter te beheersen

Neerwaarts prijsdruk (desinflatie/deflatie) is lastig te neutraliseren tijdens een balansrecessie in het huidige stelsel, want er komt alleen meer geld in omloop als de kredietverlening toeneemt. In een balansrecessie willen alle partijen juist hun kredieten aflossen. Bij publieke geldschepping kan de centrale bank altijd meer giraal geld in omloop bren-

gen en dat zal uiteindelijk altijd leiden tot geldontwaarding (Butter, 2015). Zelfs wanneer de geldschepping niet tot extra bestedingen leidt, zorgt de injectie van eigen vermogen voor een versterking van de balansen en de solvabiliteit. 'Zero lower bounds' en de liquiditeitsval zijn daardoor minder een probleem.

Inflatedreiging sneller afgewend

Het succes in de bestrijding van de inflatie begin jaren tachtig lijkt te bevestigen dat het rente-instrument goed in staat is inflatie te beteugelen (Ricks, 2016), maar publieke geldschepping lijkt ook voordelen te hebben bij het afwenden van een inflatedreiging. In het huidige stelsel heeft inflatie namelijk een aanjagend effect op de kredietverlening en dus ook op de geldschepping: excessieve geldgroei zorgt voor stijgende prijzen (onroerend goed, etc.) een dalende reële rente en een zichzelf versterkend optimisme dat de kredietverlening verder aanjaagt (zie SFL, 2015). Om de inflatoire spiraal van geldschepping tegen te houden, moet de centrale bank proactief de rente verhogen, met het risico te vroeg of te laat te zijn (Martin, 1955). Bij publieke geldschepping hebben rente en kredietverlening geen directe invloed meer op de geldschepping, waardoor inflatie een zelfcorrigerende werking krijgt: inflatie leidt bij een ongewijzigde geldhoeveelheid tot lagere koopkracht en dat remt de bestedingen en de inflatie.

Een kanttekening is dat een centrale bank de geldhoeveelheid bij publieke geldschepping niet eenvoudig kan doen krimpen door haar activa te verkopen. Daardoor is inflatie tijdens een recessie mogelijk moeilijker te bestrijden.

Monetair beleid onafhankelijk van winsten banken

Het huidige monetaire beleid heeft invloed op en is afhankelijk van de winstgevendheid van de kredietverlening, iets waar de BIS regelmatig op wijst (Borio *et al.*, 2015). Als de banken geen winst kunnen maken met leningen, wordt er geen geld geschapen en heeft de centrale bank een probleem als de inflatie lager is dan het gestelde doel. Deze we-

Geldschepping in het huidige stelsel **FIGUUR 1**

Centrale Bank + Commerciële Banken				Huishoudens ex Banken			
Activa	Passiva	Activa	Passiva	Activa	Passiva	Activa	Passiva
Leningen	20	Giraalgeld	20	Giraalgeld	20	Leningen	20

Noot: voorbeeldbalansen nadat een lening van 20 euro is verstrekt

Publieke geldschepping **FIGUUR 2**

Centrale Bank				Huishoudens			
Activa	Passiva	Activa	Passiva	Activa	Passiva	Activa	Passiva
Muntrecht	20	Giraalgeld	20	Giraalgeld	20	Eigen vermogen	20
				Spaartegoeden	10	Leningen	10

Noot: voorbeeldbalansen nadat 20 euro aan geld is geschapen en een lening van 10 euro is verstrekt. Het muntrecht is een immaterieel actief, maar in de praktijk zal slechts een enkelvoudige eigendomsregistratie nodig zijn.

Commerciële Kredietbanken			
Activa	Passiva	Activa	Passiva
Leningen	10	Spaartegoeden	10

derzijdse afhankelijkheid leidt tot verwevenheid en tegenstrijdige belangen. Dit is ook een van de redenen waarom bij de ECB het banktoezicht en het monetaire beleid zo veel mogelijk van elkaar zijn gescheiden. Een centrale bank die het geld zelf schept, heeft geen belang bij de winstgevendheid van de bancaire kredietverlening.

Het DGS kan worden afgeschaft

Door het wegnemen van het risico van bankruns in de betaalinfrastructuur wordt het depositogarantiestelsel (DGS) overbodig. Op publiek geld lopen huishoudens geen kredietrisico en bij risicodragende spaarrekeningen is het juist de bedoeling dat particulieren meedelen in de verliezen. Dit neemt bij banken de perverse prikkel weg om extra risicovolle beleggingen te zoeken, die ontstaat door het DGS (John *et al.*, 1991). Dit is altijd een van de belangrijkste argumenten geweest voor de actieve steun van economen als Irving Fischer en Milton Friedman. Doordat banken zonder staatsgaranties opereren kan de gedetailleerde regelgeving verdwijnen en krijgt het private initiatief ook hier de ruimte.

Dit betekent overigens niet dat hiermee alle regelgeving en financieel toezicht kan worden afgeschaft (zie nadelen). Het is ook nog maar de vraag of er niet altijd een impliciete garantie bestaat, omdat de overheid de grootste investeringsbanken misschien niet failliet zal willen laten gaan. Zie hoe in 2008 alsnog garanties werden uitgegeven voor de money market funds in de VS en Icesave in Nederland.

Aanzienlijke inkomsten uit geldschepping

Publieke geldschepping kan de Nederlandse overheid geldscheppingsinkomsten opleveren, zie het kader geldscheppingswinst. Deze winst is een direct gevolg van het lagere kapitaalgebruik van publiek geld, oftewel de hogere kapitaalefficiëntie. Het gaat hier naar schatting om jaarlijkse inkomsten van 20 miljard euro. Deze schatting is gebaseerd op 2 procent inflatie, 2 procent groei een geldhoeveelheid

van 500 miljard euro en gaat er vanuit dat de omloopsnelheid van geld gelijk blijft, ook bij mogelijk hogere rentes in de toekomst. Daarnaast is er een eenmalige winst van ongeveer 500 miljard euro die gedurende een transitieperiode vrijvalt als uitkeerbare scheppingswinst.

De eenmalige grote vrijval van kapitaal ontstaat wanneer banken hun betaalrekeningen overdragen aan de centrale bank. Daarbij dragen de banken, gespreid over een transitieperiode, eenzelfde bedrag aan activa over aan de centrale bank. Deze overdracht raakt het eigen vermogen van de banken niet, maar verkort wel hun balansen en leidt dus tot een hogere solvabiliteit voor de commerciële banken. De centrale bank ontvangt zo een groot bedrag aan activa en passiva. De passiva, de betaaltoegevoeden, zijn voor de centrale bank geen schuld - ze zijn niet inwisselbaar voor goud of iets anders dan geld. Dat betekent dat de centrale bank de activa niet hoeft aan te houden, maar dat ze kunnen worden gebruikt voor het aflossen van de staatsschuld, verlagen van belastingen of verhogen van de overheidsuitgaven. Mede daardoor is er volgens sommige economen een stijging van het bruto binnenlands product te verwachten van rond de 10 procent (o.a. Benes en Kumhof, 2012 en Egmond en de Vries, 2015). Voor een uitgebreide beschrijving van deze winst en de afhandeling van de transitie, zie onder andere Fisher (1936), en Jackson en Dyson (2012).

NADELEN VAN PUBLIEKE GELDSCHEPPIING

We bespreken hier de meest gehoorde argumenten tegen publieke geldschepping

Meer runs uit risicodragende tegoeden

Met publieke geldschepping ontstaat er een veilige financiële haven in de economie die voor iedereen eenvoudig toegankelijk is. Dit veilige alternatief zorgt er mogelijk voor dat 'runs' uit risicodragende beleggingen vaker zullen voorkomen. Het gaat hierbij dan specifiek om beleggingen die niet verhandelbaar zijn en een grote looptijdtransformatie hebben, zoals onroerend goed fondsen waar beleggers binnen een dag hun geld uit kunnen halen. Bovendien hebben ook de kleinere spaarders, bij afschaffing van het DGS, een prikkel om hun geld over te hevelen naar de veilige haven in tijden van financiële onrust. Volgens sommige economen is dit run risico de achilleshiel van publieke geldschepping (Goodhart en Jensen, 2015).

Een kanttekening is wel dat een hoger vluchtrisico leidt tot een prikkel om goed gekapitaliseerd te zijn. Ook kan de overheid dit risico verder inperken door bijvoorbeeld een minimumopzegtermijn van 48 uur voor alle tegoeden met een looptijdtransformatie te eisen. Het run risico volledig uitbannen kan door de looptijdtransformatie volledig te verbieden en alleen nog maar verhandelbare gesloten spaar- en beleggingsproducten toe te staan (zie Kotlikoff, 2010).

Doorlopend toezicht vereist

Bij publieke geldschepping mogen commerciële banken geen geld meer scheppen. Via quasigeld (*near-moneys*) en schaduwbankieren is het mogelijk dit verbod te omzeilen. De overheid zal ervoor moeten zorgen dat het grootste gedeelte van de binnenlandse betalingen via de centrale bank blijft lopen.

Mogelijk kan dit door quasigeld zoals bitcoin te verbieden via het bestaande verbod op het aantrekken van opvorderbare gelden. Dit betekent wel dat er nauwkeurig zal moeten worden afgebakend waarmee wel en niet betaald kan worden, bijvoorbeeld door een scherp verschil te maken tussen bilateraal en multilaterale betaalkredieten. Maar naarmate de prikkels om van 'near-moneys' gebruik te maken sterker zijn, zoals bij hoge rentestanden, zullen private partijen innovatieve manieren zoeken om toch rentedragende en direct opvraagbare betaaltoegevoeden te kunnen aanbieden. Zeker in de internationale markten zullen er altijd alternatieve betaalmogelijkheden zijn zoals commercial paper. Het voorkomen van quasigeld en schaduwbankieren vereist dus een doorlopende toezicht inspanning waarbij liquiditeitsvereisten zoals een minimumopzegtermijn waarschijnlijk nodig zijn. Naast het verbieden van quasigeld, is het ook mogelijk het bezit van tegoeden bij de centrale bank aantrekkelijker te maken door hier rente op te bieden. Dit gaat ten koste van de geldscheppingswinst en de grip op de geldhoeveelheid (IMF noemt dit beleidsinsolventie).

Monetair beleid wordt politieker

Wanneer de centrale bank kosteloos geld in omloop gaat brengen, wordt het voor politici aantrekkelijker om druk uit te oefenen op centrale bankiers. Gratis geld kan vanuit electoraal perspectief aantrekkelijk zijn; dit is de belangrijkste reden voor de huidige onafhankelijkheid van de centrale bank en het verbod op monetaire financiering.

Hoe de centrale bank bij publieke geldschepping haar politieke onafhankelijkheid kan behouden is een open vraag. De benodigde hoge mate van onafhankelijkheid roept ook weer nieuwe vragen op over verantwoordingsstructuur, democratische legitimiteit en de juiste 'checks and balances'.

Stelsel kan minder goed inspelen op kredietvraag

In periodes van economische versnelling kunnen zich veel investeringskansen voordoen. Als de geldhoeveelheid niet automatisch meegroeit met de vraag naar krediet, zal dat sneller leiden tot hogere rentes. Dat gaat kredietbubbels tegen, maar kan ook productieve investeringen temperen.

De ECB stelde dat publieke geldschepping zal leiden tot een tekort aan financieringsmogelijkheden (Constâncio, 2016). Spaarders, gewend aan het DGS, zullen mogelijk hun geld niet willen gebruiken voor de financiering van risicodragende activiteiten. Publieke geldschepping zou dus kunnen leiden tot hogere rentestanden en minder kredietverlening. Een publieke geldschepper zou om dit tegen te gaan meer geld kunnen scheppen.

Betaalrekening wordt duurder

In het huidige stelsel worden de kosten van het betalingsverkeer gedeeltelijk gedragen door het rendement dat banken maken op hun leningen en beleggingen. Bij publieke geldschepping komt dus een groter deel van deze kosten bij de rekeninghouder terecht. De ECB becijferde de kosten voor Nederland op ongeveer 1,2 miljard euro per jaar (ECB, 2012).

CONCLUSIE

Het is goed dat er debat is over een beter geldstelsel. Al bij

na tien jaar lang ervaart de wereld hoe hoog de kosten zijn van financiële crises. Tegen die achtergrond past een fundamentele discussie over de rol die banken vervullen.

Publieke geldschepping is een breed doordacht alternatief systeem. Maar er zijn meerdere vragen die verdere studie verdienen. Vooral de omschakeling kent nog veel onzekerheden. Het betreft ook een transitie die alleen op het niveau van de eurozone kan worden doorgevoerd.

Maar de voordelen bieden voldoende perspectief voor nader onderzoek. Het is dan ook verstandig om de plannen voor publieke geldschepping verder uit te werken en de beleidsmogelijkheden in kaart te brengen.

LITERATUUR

- Bank of England (2014) Money creation in the modern economy. *Quarterly Bulletin* 2014 Q1.
- Barrdear, J. en M. Kumhof (2016) The macroeconomics of central bank issued digital currencies. *Staff Working Paper*, 605. Bank of England.
- Benes, J. en M. Kumhof (2012) The Chicago Plan revisited. *IMF Working Paper*, WP/12/202.
- BIS (2009) Capital flows and emerging market economies, Committee on the Global Financial System
- Boonstra, W. en Van Schoot, D. (2016) ESB blogrekeningen over geldschepping. Te vinden op esb.nu/blog.
- Borio, C., L. Gambacorta en B. Hofmann (2015) The influence of monetary policy on bank profitability. *BIS Working Papers*, 514. BIS.
- Buiter, W.H. (2015) The simple analytics of helicopter money: why it works – always. *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 8 (2014-28), 1-38.
- Constâncio, V. (2016) Challenges for the European banking industry. Speech at the conference 'European banking industry; what next?', Madrid.
- ECB (2012) The social and private cost of retail payment instruments. *Occasional Paper Series*, 137, september 2012.
- Egmond, N. van, en B. De Vries (2016) Monetary Reform: dynamics of a sustainable financial-economic system, SFL werkdokument versie maart 2016.
- Fisher, I. (1936) 100% Money and the public debt. *Economic Forum*, april-juni, 406-420 [oorspronkelijke uitgave].
- Goodhart, C. en M. Jensen (2015) Currency school versus banking school: an ongoing confrontation. *Economic Thought*, 4(2), 20-31.
- IMF (2008) Issues in Central Bank finance and independence. *IMF Working Paper*, WP/08/37.
- Jackson, A. en B. Dyson (2012) *Modernising money*. Londen: Positive Money.
- John, K., T.A. John en L.W. Senbet (1991) Risk-shifting incentives of depository institutions. *Journal of Banking and Finance*, 15, 895-915.
- King, M. (2016) *The end of alchemy*. New York: W.W. Norton & Company.
- Kotlikoff, L.J. (2010) *Jimmy Stewart is dead*. Hoboken, NJ: J. Wiley & Sons.
- Martin, W.M. (1995) *Address before the Investment Bankers Association of America*. Speech te vinden op <http://www.federalreservehistory.org/Media/Material/People/113-140>.
- MIT (2016) A Bitcoin-style currency for central banks. *MIT Technology review*.
- Philips, R. (1995) *The Chicago Plan and New Deal Banking Reform*. Londen: Routledge.
- Ricks (2016) *The Money Problem; Rethinking Financial Regulation*, University of Chicago Press.
- Simonite, T. (2016) A Bitcoin-style currency for central banks, MIT Technology review.
- Sustainable Finance Lab (2015) *De Geldkwestie*. SFL-document.
- Stella, P. en Å. Lönnberg (2008) Issues in Central Bank Finance and Independence, IMF Working Paper no. 08/37.
- Turner, A. (2015) *Between Debt and the Devil*, Princeton University Press.
- Wolf, M. (2015) *The Shifts and the Shocks*. Londen: Penguin Press.

Geldscheppingswinst

KADER 1

Geldscheppingswinst ontstaat voor de partij die geld schept als de opbrengst daarvan hoger is dan de kosten. In het huidige stelsel ontvangen banken die geld creëren activa in de vorm van een lening, waar het betaaltoegevoed als schuld tegenover staat. De brutomarge die banken op deze activiteit maken bestaat uit de som van een vergoeding die ze ontvangen vanwege hun rol als intermediair in het kredietverleningsproces, de krediet en liquiditeitsrisico's die ze op eigen boek nemen, en mogelijk een geldscheppingswinst. De kosten die banken maken zijn de rente die ze vergoeden op giraal geld en de operationele kosten. Een deel van deze kosten komt ten laste van de geldscheppingswinst.

In het huidige stelsel kan deze winst maar beperkt worden uitgekeerd omdat geld voor individuele commerciële banken een kortlopende schuld is die ieder moment kan worden opgeëist. Bij publieke geldschepping is de kredietverleningsfunctie gescheiden van de betaalfunctie van geld. Hierdoor is de geldscheppingswinst beter te isoleren. Daarbij heeft geld op geaggregeerd niveau een permanent karakter en kan dus ook als permanente financiering worden behandeld. De activa van een centrale bank, de aanbieder van publiek geld, kunnen namelijk niet worden opgeëist. Geld is niet meer inwisselbaar voor goud of iets anders. Hierdoor kan de geldscheppingswinst benut worden.