

door **Herman Michiel en Frank Slegers**  
**11 februari 2021**

Naar aanleiding van het voorstel tot kwijtschelding van overheidsschuld door de Europese Centrale Bank dat onlangs in de internationale pers verscheen (zie [ECB: kwijtschelding van de overheidsschuld](#)) schreef Frank Slegers een vrij uitgebreide reactie, waar ik graag de mijne aan toevoeg. Voor de leesbaarheid eerst Franks reactie, zoals ze ook onderaan het bovenvermelde artikel te vinden is.

### **Frank Slegers:**

Ik heb toch wat vragen bij deze oproep.

Als ik het goed begrijp gaat het om het volgende. De Europese Centrale Bank (ECB) koopt op de secundaire markten grote hoeveelheden overheidsobligaties op, uitgegeven door de overheden van de lidstaten. De overheden van de lidstaten lenen door de uitgifte van obligaties geld op de financiële markten. Obligaties zijn vastrentende schuldpapieren opgenomen door financiële instellingen. Vervolgens koopt de ECB deze schuldpapieren dus op, als onderdeel van haar anti-crisisbeleid. Zo wordt het voor de lidstaten makkelijker om leningen te plaatsen, ook voor lidstaten waarvan de kredietwaardigheid onder druk staat, en wordt de rente op deze leningen laag gehouden, want de financiële instellingen weten dat zij de overheidsobligaties kunnen doorverkopen aan de ECB.

Het zou eenvoudiger zijn als de ECB deze obligaties rechtstreeks opkocht bij de overheden van de lidstaten, maar dat mag niet volgens de Europese Verdragen. Vandaar deze omweg, die eigenlijk op het zelfde neerkomt. Als de politieke weg er is, vindt men in Europa altijd een juridische sluipteg.

Wat gebeurt er nu wanneer de ECB deze schulden kwijtscheldt? Dan heeft zij – in figuurlijke zin, want in feite gaat alles digitaal, via de boekhouding van de ECB, de centrale banken en de banken in de lidstaten – geld van de drukpersen laten rollen en dit cadeau gedaan aan de overheden van de lidstaten.

Is het dan zo eenvoudig om de grenzen van de overheidsfinanciën open te breken? Gewoon geld bijdrukken en uitdelen?

Volgens een hoop moderne economen wel. Zij wijzen erop dat er geen risico is op geldontwaarding, inflatie dus, en dat het eerder deflatie is die dreigt.

Maar klopt dit wel? Sinds de financiële crisis van 2007/2008 werd inderdaad veel geld 'bijgedrukt' en in de economie gepompt, zonder dat dit tot noemenswaardige inflatie geleid heeft, tenminste

als men naar de consumptieprijzen kijkt. Maar er is wel zoiets als 'asset inflation': het geld verdween in de financiële sector, en leidt daar tot enorme prijsstijgingen op de aandelenbeurzen, de immobiliënmarkten, de goudmarkt, van de bitcoin, en noem maar op: enorme financiële zeepbellen, economische tijdbommen waarvan de vraag alleen is wanneer ze afgaan. Dus zo onschuldig is het draaien van de geldpersen niet.

Nu zullen onze moderne economen wel allerlei voorwaarden koppelen aan het draaien van de geldpersen, maar dat is in deze oproep niet uitdrukkelijk terug te vinden.

Anderzijds stelt de oproep voor de ruimte die vrijkomt door het kwijtschelden van de schulden te gebruiken voor investeringen in de energietransitie en in het opvangen van de coronacrisis. Inderdaad: normaal gesproken zal een nationale overheid wanneer een obligatie moet afgelost worden een nieuwe lening uitschrijven om de vorige te betalen. Overheden betalen zelden hun schuld af: vervallen schulden worden gefinancierd door nieuwe leningen, en op de overheidsbegroting weegt enkel de rente die moet betaald worden op de schuldmassa. Wanneer overheden de obligaties in handen van de ECB echter niet moeten terugbetalen schept dit ruimte om leningen aan te gaan voor andere doeleinden, zoals het financieren van de energietransitie of de coronaschade.

Maar waarom zouden de overheden van de lidstaten zich voor deze financiering dan wel weer moeten wenden tot de financiële markten? Kan men ook hiervoor de Europese geldpersen niet laten draaien? Of obligaties rechtstreeks plaatsen bij de ECB? Of wordt het dan te veel van het goede? Waar ligt dan de grens?

Ik heb de indruk dat de initiatiefnemers vooral het statuut van de ECB willen aanvallen, want dit statuut hindert in de eurozone de monetaire financiering van overheidsbeleid. Dat hangt samen met het feit dat het economisch beleid nog grotendeels in handen van de lidstaten is, in tegenstelling tot het monetair beleid: de fameuze weeffout van de Economische en Monetaire Unie (EMU). Het voorstel komt neer op een ingewikkelde weg om monetaire financiering van nationaal economisch beleid mogelijk te maken. Maar het hangt met haken en ogen aan elkaar.

Alhoewel de auteurs aangeven dat hun voorstel maar een onderdeel is van het beleid dat zij voorstaan, wordt de rekening toch voor een stevig stuk doorgeschoven naar de ECB. Zo dreigt de slogan 'laat de rijken de crisis betalen' vervangen te worden door 'laat de ECB de crisis betalen'.

### **Herman Michiel:**

Franks overwegingen overlappen deels met een vorige reactie, naar aanleiding van voorstellen over 'eeuwigdurende obligaties' of 'consols' (zie [hier](#)). Kan de Europese Centrale Bank (ECB) zo maar geld creëren uit het niets? Zal dit niet leiden tot ongewenste inflatie? Anderzijds vermeldt hij een aantal punten waar de oproep had verder kunnen gaan: waarom zou de ECB dan niet direct staatspapier kopen in plaats van de omweg van de secundaire markt? En komen de rijken er dan niet al te gemakkelijk van af, aangezien er geen nood aan belastingen meer is als de ECB toch geld naar

behoeven drukt?

## MMT

Laat me misschien eerst even verduidelijken dat, waar Frank spreekt van de ‘moderne economen’ een welbepaalde stroming bedoeld is, die van de *Modern Monetary Theory* waaraan namen verbonden zijn als [Bill Mitchell](#), [Tomas Fazi](#) of [Stephanie Kelton](#). MMT gaat door voor ‘heterodox’ en neokeynesiaans, en wordt door mainstream economen verguisd omdat het bijvoorbeeld de rol van private banken in vraag stelt, en de centrale bank in dienst ziet van de overheid. Zoals binnen elke school bestaan er ook binnen MMT uiteenlopende opinies, en ook buiten deze school zijn er auteurs die aan de overheid een grote rol toekennen in de monetaire politiek, en geld in een democratisch perspectief zien. Zo is Mary Mellor eerder [afwijzend](#) wat MMT betreft, maar haar (zeer leesbaar) boek *Money, Myths, thruts and alternatives* (2019) is evengoed een pleidooi voor een nieuw financieel systeem in dienst van duurzaamheid en sociale noden. Het lijkt me daarom beter de discussie over de oproep tot kwijtschelding van ECB-schulden niet meteen te koppelen aan een theorie van ‘onze moderne economen’, maar naar de intrinsieke sterktes en zwaktes van het voorstel te peilen.

Wat er zeker niet aan het voorstel, noch aan de MMT-theoretici kan verweten worden is dat ze beweren dat geld ‘uit het niets’ kan gecreëerd worden. *Geld wordt uit het niets gecreëerd*, dat zullen ook mainstream-economen bevestigen. Als een bank een lening toestaat aan een particulier of een bedrijf creëert ze dit geld door een louter digitale operatie. Er moeten geen spaarders langsgesproken zijn die voor hetzelfde bedrag spaargeld neergeteld hebben, er moet geen goud in de kluisen van de bank liggen om die lening te kunnen toestaan. De bank moet er wel een stukje eigen kapitaal kunnen tegenover plaatsen (vaak minder dan 10%) en de operatie wordt genoteerd door de centrale bank. Het kan dan misschien verbazing wekken dat een bank kan interest vragen op een som die ze zo maar zelf gecreëerd heeft, maar zo is het.

Hetzelfde is waar voor de centrale bank zelf. Nemen we de ECB, die in de voorbije jaren voor *duizenden miljarden* euro private en publieke schuldpapieren heeft opgekocht; het geld daarvoor werd gecreëerd – gedrukt zoals sommigen graag zeggen – door computers in Frankfurt. Wie nog gelooft in enige binding tussen geld en goud zou natuurlijk zeer verbaasd zijn te horen dat de goudvoorraad van de ECB slechts 505 ton bedraagt, met een monetaire waarde van ongeveer 22 miljard euro, een onooglijke peulschil in vergelijking met de euro’s in omloop, zowel die in cash (een kleine fractie) als op bankrekeningen.

Als de ECB dus met haar zelf gecreëerd geld overheidsschuld koopt (wat in de EU betekent dat ze overheidsobligaties overkoopt van banken en beleggers, want verdragsrechtelijk mag ze die niet rechtstreeks van de overheden kopen) heeft die overheid dus een schuld bij de ECB. Nu is de ECB geen private bank, maar een Europese instelling, opgericht en gefinancierd door de lidstaten, dus uiteindelijk door u en mij. Die schuld terugbetalen komt erop neer dat we de schuld “aan onszelf” betalen, zoals in de oproep staat. De ECB betaalde de overheidsobligaties met zelf gecreëerd geld, maar voor de terugbetaling ervan moet een overheid over het nodige belastinggeld en eventueel andere inkomsten beschikken.

De “kwijschelding van overheidsschuld door de Europese Centrale Bank” betekent dus niets anders dan dat de ECB het door haar zelf gecreëerde geld niet teruggeeft <sup>1</sup>. Zo eenvoudig is het dus om de grenzen van de overheidsfinanciën open te breken, zoals Frank het formuleert. Maar kan zo iets pijnloos gebeuren? Wat zijn de gevolgen? Zou de veralgemening van zoiets niet tot enorme inflatie leiden?

## Inflatie?

Laat ons eerst kijken hoe leningverstrekking gebeurt bij de gewone banken. De bank creëert eerst het geld ‘uit het niets’, maar als de lening helemaal is terugbetaald is dit geld ook in het niets verdwenen, vernietigd zoals men zegt, het staat niet meer in de boeken van de bank. Was dit niet het geval, dan zou er met elke nieuwe lening definitief meer geld ter beschikking zijn, met een stijgende inflatie als gevolg.

Wat nu als de overheid haar schulden niet zou terugbetalen aan de ECB? De overheidsschuld in de eurozone bedroeg in 2019 tienduizend miljard euro, 84% van het Eurozone-BBP; in 2020 zal daar natuurlijk een heel pak bijgekomen zijn. Met 25% van deze schuld op de balans van de ECB gaat het dus over meer dan 2500 miljard euro. Bovendien suggereert de oproep dat de kwijschelding geen eenmalige operatie moet zijn, maar dat monetaire financiering ook in de toekomst kan gebruikt worden om bijvoorbeeld de ecologische transitie te helpen bekostigen. Hoe zou in zo’n geval een exploderende geldhoeveelheid kunnen vermeden worden?

Het klopt dat de oproep niet ingaat op dit probleem, wat jammer is omdat het de geloofwaardigheid ervan vermindert. Verdedigers van de MMT-theorie doen dit nochtans wel. Zo wijzen [Mitchell en Fazi](#) erop dat belastingen integraal deel uitmaken van hun visie. Door belastingen te innen wordt geld uit omloop genomen, net zoals de terugbetaling van een lening aan een private bank het gecreëerde krediet terug vernietigt. Het is dan een beleidskeuze wie wordt belast en waarvoor, of men de sociale ongelijkheid erdoor wil terugdringen dan wel versterken. De oproep vermeldt weliswaar “belastinghervormingen om de ongelijkheid te verminderen”, maar geeft niet aan dat dit ook een essentiële functie vervult bij de monetaire financiering van overheden. Eric Toussaint en andere leden van CADTM die de oproep ondertekenden pleiten in een [commentaar achteraf](#) voor verdergaande maatregelen zoals een covid-belasting op de grote fortuinen en de grote bedrijven, zonder evenwel op de economische rol te wijzen die een dergelijke belasting speelt in de geldkringloop.

Er zijn dus wel degelijk mogelijkheden om het gevaar op inflatie te bestrijden, een gevaar dat momenteel in Europa denkbeeldig is; de ECB zou maar al te graag wat inflatie creëren maar het lukt niet... Maar, zegt Frank, er is wel zoiets als ‘asset inflation’: het geld dat de ECB probeerde in de economie te injecteren (door de ‘kwantitatieve versoepeling’ of QE) verdween in de financiële sector, en leidt daar tot enorme prijsstijgingen op de aandelenbeurzen, de immobiliënmarkten, de goudmarkt, van de bitcoin, enzovoort, wat tot het barsten van nieuwe ‘zeepbellen’ kan leiden met alle economische narigheid voor gevolg. “Dus zo onschuldig is het draaien van de geldpersen niet”, besluit Frank.

Net op dit punt is het voorstel tot kwijschelding van overheidsschulden veel veiliger dan de blinde geldinjecties zoals die door de ECB bedreven worden en inderdaad voor een groot deel terecht komen in de financiële sector, zonder merkbaar effect op de reële economische activiteit. Bij kwijschelding van

overheidsschulden door de ECB daarentegen gaat het om een politieke beslissing waarover politieke afspraken kunnen gemaakt worden. De internationale oproep stelt zo'n afspraak voor: dat dezelfde bedragen geïnvesteerd worden in ecologische en sociale wederopbouw.

## Andere bedenkingen

Franks bezwaren tegen het voorstel tot kwijtschelding van staatsschulden gaan eigenlijk twee tegengestelde richtingen uit. Enerzijds het gevaar op inflatie, al dan niet in de financiële sector, anderzijds vraagt hij zich af of de ECB-geldpersen dan ook niet kunnen draaien voor de leningen die de overheden aangaan om een equivalent bedrag te investeren in de ecologische en sociale wederopbouw. Eenmaal men inziet dat er wel degelijk maatregelen zijn die niet alleen de inflatie in toom kunnen houden, maar ook de sociale ongelijkheid terugdringen, is er inderdaad geen reden om van de centrale bank geen democratisch instrument van openbaar nut te maken, ten dienste van duurzame sociale ontwikkeling. "Er is alleen wat politieke moed voor nodig", zegt men er dan soms bij, maar dat is natuurlijk een reusachtig understatement van de fenomenale macht die de financiële spelers veroverd hebben en die ze zomaar niet zouden prijsgeven omwille van argumenten van democratie en sociale rechtvaardigheid. ECB-voorzitter [Lagarde](#) heeft trouwens al laten weten dat de oproepers hun tijd verspillen...

De internationale oproep heeft bijgevolg vooral een politiek opvoedende waarde. Hij toont aan dat het anders zou kunnen, dat samenlevingen niet moeten gekluisterd zijn aan schulden waar alleen een financiële elite van geniet. Het kan aanzetten tot sociale contestatie en politieke strijd. Het is daarom ook belangrijk dat een dergelijke oproep zo precies en geloofwaardig mogelijk is. Kritieken en commentaren erop hebben dus zeker hun plaats. Ik zit zelf ook met enkele vragen.

Hoe pareert men het bezwaar dat het voorstel onrechtvaardig is, omdat wie veel schulden heeft er veel kwijtgescholden wordt? We zitten natuurlijk in een uitzonderlijke situatie, en men kan met reden zeggen dat niemand corona-of klimaat-veilig is als niet iedereen het is. Maar bij een courant gebruik van monetaire financiering van overheden zouden regels moeten gehanteerd worden die voor iedereen aanvaardbaar zijn.

Andere vraag. De ECB kan natuurlijk maar schulden in euro kwijtschelden, wat dus slechts bij 19 van de 27 lidstaten mogelijk is. Wat met Bulgarije, Denemarken, Polen...? In theorie zou ook hun centrale bank als financier van de overheid kunnen fungeren, maar dan rijst een probleem van schaalgrootte. Hoe zal de munt van een klein land in zijn betrekkingen met het buitenland, voor zijn import, beoordeeld worden als er aan monetaire financiering van de overheid gedaan wordt? Dit is veel minder een probleem voor een groot economisch blok als de eurozone, maar dat geldt waarschijnlijk niet voor de 'kleintjes'. Natuurlijk, als het systeem in zwang zou komen in de eurozone zou het een grote aantrekkingskracht kunnen uitoefenen op de lidstaten buiten de eurozone, die zich nu om begrijpelijke redenen weinig aangetrokken voelen tot het vervoegen van de club. Dit zijn natuurlijk ook bespiegelingen op de langere termijn...

Het debat wordt ongetwijfeld voortgezet.

---

Hits: 106

Dit delen:

[Facebook](#)

[Twitter](#)

## Voetnoten

- 
1. Er is nog een ander aspect dat we hier buiten beschouwing laten. Een overheid moet jaarlijks interest betalen op de door haar uitgegeven obligaties. Als die in handen zijn van de ECB betaalt ze die interest dus aan de ECB. Het is zo dat de ECB die interest terugbetaalt aan de betrokken overheid, wat eigenlijk ook aantoont dat de ECB geen private bank is, maar een overheidsinstelling.
-