

# Helikoptergeld en schuldgefinancierde begrotingsstimulans: in feite hetzelfde?

M. Kasongo Kashama<sup>(\*)</sup>

## Inleiding

Het idee van helikoptergeld (*helicopter money*), dat bijna 50 jaar geleden voor het eerst ter sprake kwam, staat de laatste tijd weer in de belangstelling. Sommigen vinden immers dat een dergelijk instrument, gelet op het moeizame herstel van sommige economieën, deel zou moeten uitmaken van het instrumentarium van de beleidsmakers. Tegen die achtergrond wordt in dit artikel getracht na te gaan hoe doeltreffend helikoptergeld is om de bedrijvigheid te stimuleren en de inflatie te laten terugkeren naar haar beoogde peil. Daartoe vergelijken we de verwachte effecten van helikoptergeld met die van een conventionele, dat wil zeggen schuldgefinancierde, begrotingsstimulans.

Het is belangrijk erop te wijzen dat de hier uitgevoerde economische analyse louter conceptueel is. Ze beoogt met andere woorden geenszins specifieke conclusies te trekken inzake het te voeren budgettair of monetair beleid in de landen van het eurogebied. Ook op de activiteiten van de Bank in het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) is er uiteraard geen bijzondere weerslag. Bovendien is deze analyse niet juridisch van aard. In dit artikel wordt meer bepaald geen uitspraak gedaan over de juridische haalbaarheid van het helikoptergeld in het licht van de regels van het ESCB en meer bepaald uit het oogpunt van artikel 123 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU) die de monetaire financiering van de Europese overheidsinstanties door de Europese Centrale Bank (ECB) en de centrale banken van de lidstaten verbiedt.

Het artikel begint met een overzicht van de mechanismen die de voorstanders van dit beleid traditioneel voorstellen om de efficiëntie ervan te verklaren, waarna een integrale analyse volgt van de gestileerde balansen van een centrale bank en een staat teneinde dieper in te gaan op die beweringen en de vergelijking tussen helikoptergeld en schuldgefinancierde begrotingsstimulans te vergemakkelijken.

Uit die analyse blijkt dat helikoptergeld wellicht sterk gelijk op een financiering van de overheidsuitgaven via de uitgifte van kortlopende overheidsschuld. Hoewel het helikoptergeld niet leidt tot een toename van de bruto-overheidsschuld, verlaagt de daling van het eigen vermogen van de centrale bank de nettocrediteurpositie van de overheid of, daarmee gelijkwaardig, verhoogt ze haar nettoschuldpositie omdat de centrale bank een schuldinstrument uitgeeft dat basisgeld of 'centralebankgeld' wordt genoemd. Bovendien is dat basisgeld in moderne monetaire stelsels rentedragend, zodat de financiën van de geconsolideerde overheid na de invoering van het systeem ook een zeer vergelijkbare dynamiek vertonen in de scenario's helikoptergeld en schuldgefinancierde begrotingsexpansie. Beide beleidsvormen brengen hogere overheidsuitgaven voor rentelasten met zich, hetzij via de rentebetalingen van de centrale bank op haar reserves, hetzij via de rente die de overheid betaalt op haar uitstaande schuld.

Vervolgens worden enkele elementen aangevoerd die verklaren waarom helikoptergeld toch doelmatiger zou kunnen blijken dan schuldgefinancierde begrotingsstimulans. In de laatste paragraaf wordt trouwens een eventuele complicatie van dat alternatief beleid besproken: het risico, hoe gering ook, dat een inflatoire spiraal ontstaat bij gebrek aan coördinatie tussen het monetair en het begrotingsbeleid.

(\*) De auteur dankt Jef Boeckx en Luc Aucremanne voor hun commentaren en suggesties.

De belangrijkste conclusie lijkt – zoals Reis (2013) reeds opmerkte in zijn artikel over de mystiek die de balans van de centrale bank omgeeft – dat het laten stijgen van de inflatie de voornaamste, zo niet de enige, hefboom is waarover centrale banken beschikken om middelen te genereren.

## 1. Definitie

Het begrip ‘helikoptergeld’ verwijst naar een beleid waarin een permanente/onomkeerbare stijging van de geldbasis, dat is de som van de in omloop zijnde bankbiljetten en munten en de door de commerciële banken bij de centrale bank aangehouden reserves (ook centralebankreserves genoemd), wordt aangewend om maatregelen ter stimulering van de totale vraag te financieren. Het werd oorspronkelijk bedacht door Milton Friedman (1969), die een vergelijking maakte tussen een ‘helikopterdropping’ en het idee van een centrale bank die nieuwe bankbiljetten drukt en deze biljetten, als uitzonderlijke overdracht, onder de huishoudens verdeelt om de bestedingen te stimuleren. Gelet op de budgettaire aspecten van zo’n beleid kreeg ook de overheid een rol toebedeeld, wat de definitie van helikoptergeld verruimde tot ‘met geld gefinancierde budgettaire stimulering’ (Bernanke, 2016; Buiters, 2014; Gali, 2014) of ‘openlijke monetaire financiering’ (Turner, 2015). Vanuit die invalshoek vereist helikoptergeld een uitdrukkelijke coördinatie tussen de overheid en de centrale bank, aangezien het bestaat uit een (door de overheid gevoerd) expansief begrotingsbeleid dat wordt gefinancierd door een (door de centrale bank bewerkstelligde) permanente toename van de geldbasis en niet door de uitgifte van nieuwe overheidsschuld.

## 2. Algemene relevantie in de huidige context

Tegen de achtergrond van de aanhoudende onderbenutting van de productiecapaciteit, hebben tal van grote geavanceerde economieën nog steeds een relatief laag inflatiepeil. Voorts hebben de centrale banken, om gunstige

omstandigheden te creëren voor een robuust herstel en een deflatoair scenario te voorkomen, de afgelopen jaren hun monetair beleid wereldwijd zeer sterk versoepeld. Ze lieten onder meer de nominale rente naar haar ondergrens zakken (waarbij sommige ook gebruik maakten van negatieve rentes), kochten massaal activa aan (ook bekend als kwantitatieve versoepelingsprogramma’s) en verstrekten forward guidance om te verzekeren dat de soepele monetaire voorwaarden geruime tijd van kracht zouden blijven<sup>(1)</sup>. De aanwending van dat arsenaal aan monetaire instrumenten deed bij sommige waarnemers trouwens enige vrees ontstaan dat er negatieve secundaire effecten zouden opduiken, met name inzake financiële stabiliteit.

In een dergelijke context is het niet toevallig dat het idee van een toevlucht tot begrotingsmaatregelen, met inbegrip dus van helikoptergeld, in de schijnwerpers komt te staan. Die maatregelen worden beschouwd als aanvullende instrumenten die, samen met de monetaire versoepeling, de totale vraag mee kunnen helpen herstellen. Voor een dergelijke bijdrage is het uiteraard absoluut noodzakelijk over gezonde overheidsfinanciën te beschikken, die mee de efficiëntie van zowel de monetaire als de budgettaire impulsen bepalen<sup>(2)</sup>.

Het begrotingsbeleid kan meer bepaald raadzaam lijken omdat het in het huidig economisch klimaat gekenmerkt wordt door een hoge multiplier (wat de efficiëntie ervan verhoogt)<sup>(3)</sup>. Aan die redenering ligt voornamelijk de volgende logica ten grondslag: aangezien verwacht wordt dat de centrale banken hun beleidsrentes gedurende een aanzienlijke periode laag zullen houden – in de buurt van hun ondergrens – zal de begrotingsstimulus geen compenserende stijging van de nominale rente teweegbrengen. Er zal met andere woorden geen verdringingseffect ontstaan, ‘althans niet tot de rente boven de ondergrens uitstijgt of de conjuncturele werkloosheid aanzienlijk daalt’ (vrije vertaling van DeLong en Summers, 2012). Vanuit een andere invalshoek bekeken, namelijk wanneer er wordt van uitgegaan dat de grenzen van het monetair beleid zouden kunnen samenhangen met een liquiditeitsval in een klimaat van geringe groei en lage rentes<sup>(4)</sup>, doen (theoretische) elementen vermoeden dat budgettaire beleidsmaatregelen, die doorwerken via een ‘inkomensstroom’ en dus met andere woorden directer op de uitgaven zijn gericht dan het (conventioneel) op de ‘rentestroom’ gesteund monetair beleid, de uitgaven op passende wijze zullen helpen stimuleren.

## 3. Vergelijking tussen helikoptergeld en schuldgefinancierde begrotingsstimulus

In de huidige context verdedigen sommigen dat beleidsmaatregelen van budgettaire aard, samen met ander

(1) Zie bijvoorbeeld de jaarverslagen van de NBB sinds 2007 voor een uitvoerige behandeling van de verschillende, tijdens de afgelopen jaren door het Eurosysteem genomen monetairbeleidsmaatregelen. Zie ook Cordemans en Ide (2014) voor een beknopt overzicht van de monetairbeleidskoers in de geavanceerde economieën sinds de crisis. Cordemans *et al.* (2016) geven trouwens meer specifieke toelichting bij het programma voor de aankoop van activa waarmee het Eurosysteem in 2015 van start ging.

(2) Zie Boeckx en Deroose (2016) voor een grondige bespreking van de plaats die het begrotingsbeleid, naast het monetair beleid, inneemt in het huidige economisch debat.

(3) Zie onder meer Christiano *et al.* (2009), DeLong en Summers (2012), Woodford (2012) of Melyn *et al.* (2016).

(4) Een liquiditeitsval is een situatie waarin de geldvraag volkomen elastisch is geworden voor de rente aangezien de nominale rentetarieven hun ondergrens benaderen, waardoor het conventioneel monetair beleid al zijn kracht verliest, terwijl tegelijkertijd een meer negatieve reële rente wenselijk of zelfs passend kan zijn om de economie aan te wakkeren. Zie onder meer Krugman (1998) en Dotsey (2010).

economisch beleid zoals het monetair beleid en het structureel beleid, worden ingezet om het mondiale herstel te stimuleren. Zo is ook over helikoptergeld een levendige discussie op gang gekomen, meer bepaald omdat het vaak wordt beschouwd als de meest doeltreffend geachte beleidskeuze van budgettaire aard. Dat standpunt wordt verderop onderzocht.

**Volgens de voorstanders van helikoptergeld zou dit laatste een sterkere invloed hebben op de economie dan een conventionele schuldgefinancierde begrotingsstimulans omdat het – in tegenstelling tot deze laatste – de toekomstige belastingdruk niet opvoert ...**

Indien weldoordacht (en dus bijvoorbeeld gericht op personen met een sterke marginale neiging om hun vermogen te consumeren), stimuleren beide begrotingsstimuli rechtstreeks de bestedingen en bijgevolg de totale nominale vraag. Zoals reeds vermeld, zou de aldus gegeven impuls sterker zijn bij een zeer laag rentepeil dan in normale omstandigheden omdat zich geen verdringingseffecten voordoen. Algemeen beschouwd, zal de wijze waarop en de snelheid waarmee de nominale expansie uiteindelijk zal worden verdeeld over de stijging van het prijspeil en de groei van de reële productie, afhangen van de meer structurele kenmerken van de economie. Omdat hier wordt uitgegaan van overcapaciteit is het echter zeer waarschijnlijk dat bedrijven – althans gedeeltelijk – aan de stijgende vraag zullen voldoen door ongebruikte middelen in te zetten voor de productie van nieuwe goederen en diensten (of door hun voorraden op te ruimen). In dat verband tonen DeLong en Summers (2012) aan dat, als de economie voldoende zwak is, een groot deel van de begrotingsstimulans tot uiting kan komen in een reël productie-effect (in plaats van een louter prijseffect), en zulks zowel op korte als op lange termijn aangezien een 'hysteresis'-verschijnsel wordt vermeden (het hysteresis-effect ontstaat hier wanneer een aanhoudend zwakke groei uiteindelijk de productiecapaciteit op lange termijn verlaagt).

Omdat een schuldgefinancierde begrotingsstimulans in principe leidt tot een stijging van de door de private sector aangehouden bruto-overheidsschuld en dus ook tot een toename van de toekomstige rentelasten voor

de overheid, dreigen private subjecten die in verband te brengen met toekomstige belastingen en zullen ze dus minder uitgeven. Een dergelijk gedrag, dat 'Ricardiaans' wordt genoemd, kan het initieel expansief effect van het stimuleringsbeleid geheel of gedeeltelijk neutraliseren<sup>(1)</sup>. In het algemeen valt moeilijk in te schatten in hoeverre Ricardiaanse effecten kunnen ontstaan. In het uiterste geval kan worden aangevoerd dat het oorspronkelijke multiplicatoreffect van de begrotingsstimulansen in een klimaat van zwakke groei en lage rentes uiteindelijk zal leiden tot een daling van de ratio van de bruto-overheidsschuld ten opzichte van het bbp, wat de kans op Ricardiaanse effecten vermindert (DeLong en Summers, 2012). Omdat de bezorgdheid over de houdbaarheid van de bruto-overheidsschuld in heel wat landen uitvoerig aan de orde is in politieke debatten en economische discussies, is het daarentegen ook mogelijk dat de Ricardiaanse effecten momenteel een sterke invloed uitoefenen (Turner, 2015).

Omdat de voorstanders van helikoptergeld de aanwending hiervan zien als een begrotingsexpansie die de overheidsschuld niet verhoogt, zou het volgens hen in ieder geval geen hogere toekomstige belastingen vereisen. Bijgevolg stellen die voorstanders dat er geen ruimte zal zijn voor het ontstaan van Ricardiaanse compenserende effecten. Fundamenteel vloeit het 'gratis karakter' van helikoptergeld (*helicopter money is a free lunch*) voort uit de (min of meer expliciete) hypothese dat het voor de financiering van de begrotingsstimulans gebruikte geld op geen enkele wijze vergelijkbaar is met de overheidsschuld die resulteert uit de nieuwe obligaties die de overheid uitgeeft, noch naar de aard (geld dat nooit moet worden terugbetaald tegen brutoschuld die op een bepaald ogenblik vervalt) noch naar de kosten ervan (niet-rentedragend geld tegen obligaties waarop rente moet worden betaald)<sup>(2)</sup>.

**... en nochtans blijkt uit een grondige analyse dat helikoptergeld verwant is aan een financiering van de overheidsuitgaven via de uitgifte van kortlopende overheidsschuld.**

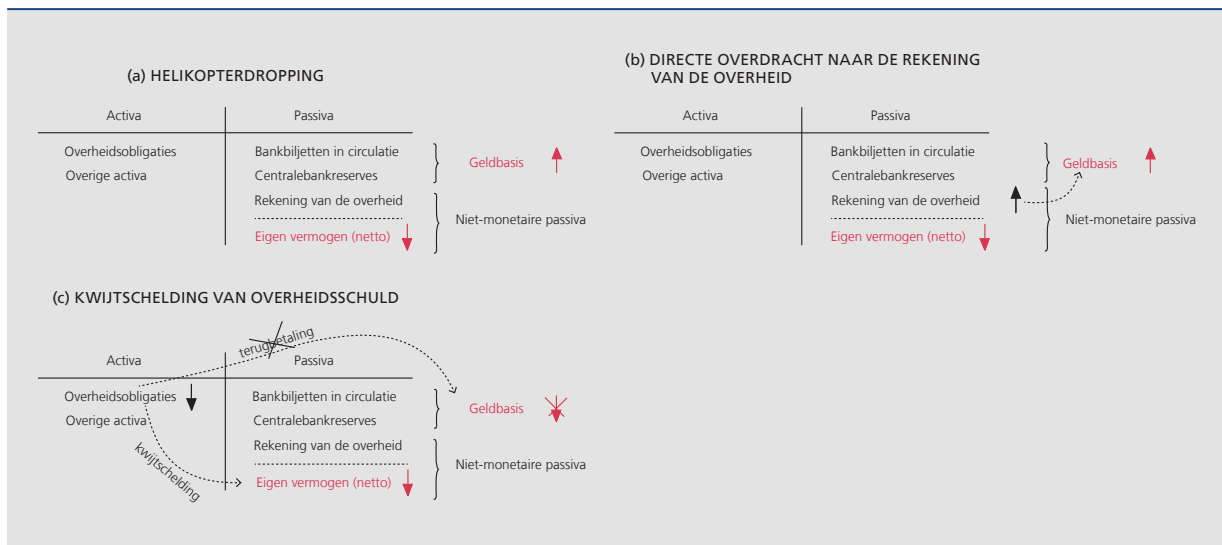
Om meer formeel na te gaan in hoeverre helikoptergeld kan worden vergeleken met een conventionele schuldgefinancierde begrotingsstimulans, is het van cruciaal belang de invloed en de gevolgen van beide beleidsmaatregelen voor de nettopositie van de overheidssector als geheel te onderscheiden.

Als inleiding is het nuttig te duiden welk effect de verschillende vormen van helikoptergeld hebben op de balans van een centrale bank. Hoewel algemeen beschouwd kan worden gedacht aan vier mogelijkheden om helikoptergeld toe te passen, worden slechts drie ervan in grafiek 1 weergegeven<sup>(3)</sup>. Uit de illustratie blijkt in het bijzonder dat die verschillende vormen van

(1) Vanuit de overweging dat de particuliere subjecten hun consumptie zouden kunnen terugschroeven omdat ze in de toekomst een zwaardere belastingdruk verwachten, veronderstelt de theorie van de Ricardiaanse equivalentie dus dat die subjecten geen verschil maken tussen een stijging van de huidige of toekomstige belastingen. Dit betekent eveneens dat de overheidsschuldbewijzen die ze houden voor hen geen nettovermogen zijn, aangezien ze worden gecompenseerd door de geactualiseerde waarde van de toekomstige belastingen.

(2) Zie bijvoorbeeld Buitier (2014) die, om te rechtvaardigen dat helikoptergeld superieur is aan conventionele begrotingsstimulansen, stelt dat niet-inwisselbaar renteloos geld voor de particulieren 'per definitie' een nettovermogen vormt.

(3) Later wordt uitgelegd waarom niet het scenario wordt getoond waarbij de centrale bank eeuwigdurende overheidsobligaties met nulcoupon rechtstreeks bij de overheid koopt.



(1) De pijltjes geven de onmiddellijke veranderingen in de balansposten weer. De bewegingen worden beoordeeld ten opzichte van de hypothetische situatie (waarin helikoptergeld niet wordt ingezet), bij overigens gelijkblijvende omstandigheden. In alle gevallen wordt de extra liquiditeit ten opzichte van het hypothetisch scenario gespreid over de bankbiljetten in omloop en de centralebankreserves volgens de relatieve voorkeur van de subjecten voor die activa.

helikoptergeld allemaal leiden tot een daling van het eigen vermogen van de centrale bank: die daling financiert de stijging van de liquiditeiten waarover het grote publiek uiteindelijk zal beschikken.

- (a) **Helikopterdropping:** de centrale bank creëert geld en draagt het rechtstreeks (en onomkeerbaar) over aan de particulieren. In dit geval stijgen de monetaire passiva van de centrale bank aangezien de door de private sector aangehouden geldhoeveelheid toeneemt. Die stijging wordt gecompenseerd door een overeenkomstige daling van het eigen vermogen van de centrale bank. De overheid speelt daarbij in principe geen rol. In de praktijk hoeft echter niet te worden uitgesloten dat de centrale bank met de overheid samenwerkt en haar steun krijgt om op voorwaardelijke basis geld te verstrekken aan particulieren. Zo zou het geld bij de particulieren kunnen worden teruggevorderd indien het na een bepaalde tijdspanne niet uitgegeven is. Een andere mogelijkheid zou erin bestaan enkel te mikken op de individuen met de grootste consumptieneiging.
- (b) **Directe overdracht naar de rekening van de overheid:** het geld wordt rechtstreeks gecrediteerd op de rekening van de overheid bij de centrale bank. Een daling van het eigen vermogen van de centrale bank compenseert de stijging van het op de rekening van de overheid beschikbare krediet. Zodra de begrotingsexpansie door de overheid tot stand komt, creëert ze geldoverdrachten naar de private sector en wordt

het saldo van de overheidsrekening omgezet in extra basisgeld (zie de pijl in stippellijn). In zekere zin wordt de participatie van de staat in het kapitaal van de centrale bank hier door helikoptergeld omgezet in meer liquide activa die de overheid kan gebruiken om een begrotingsexpansie te financieren.

- (c) **Kwijtschelding van de overheidsschuld:** de centrale bank herstructureert en/of annuleert unilateraal (een deel) van de overheidsschuld die ze aanhoudt. De activa van de centrale bank dalen voor eenzelfde bedrag als de haircut, en dit wordt geboekt als een verlies op haar eigen vermogen. Omdat de overheid nu niet langer haar primair saldo hoeft te verhogen om de centrale bank terug te betalen (interessen en/of hoofdsom), beschikt ze over de nodige budgettaire ruimte voor de begrotingsstimulans. Op het eerste gezicht lijkt deze transactie niet op een permanente verruiming van de geldbasis. Vergeleken met de hypothetische situatie blijkt die transactie echter wel degelijk zo'n stijging van de geldbasis te veroorzaken. Een terugbetaling door de overheid van de door de centrale bank aangehouden obligaties zou immers leiden tot een verkleining van de effectenportefeuille van de monetaire autoriteit, op de actiefzijde, maar ook van de centralebankreserves, op de passiefzijde, omdat de overheid middelen onttrekt aan de private sector om de centrale bank terug te betalen. De daling van de centralebankreserves wordt voorkomen bij een kwijtschelding van de schuld – ze handhaven zich op een constant peil – aangezien de compenserende

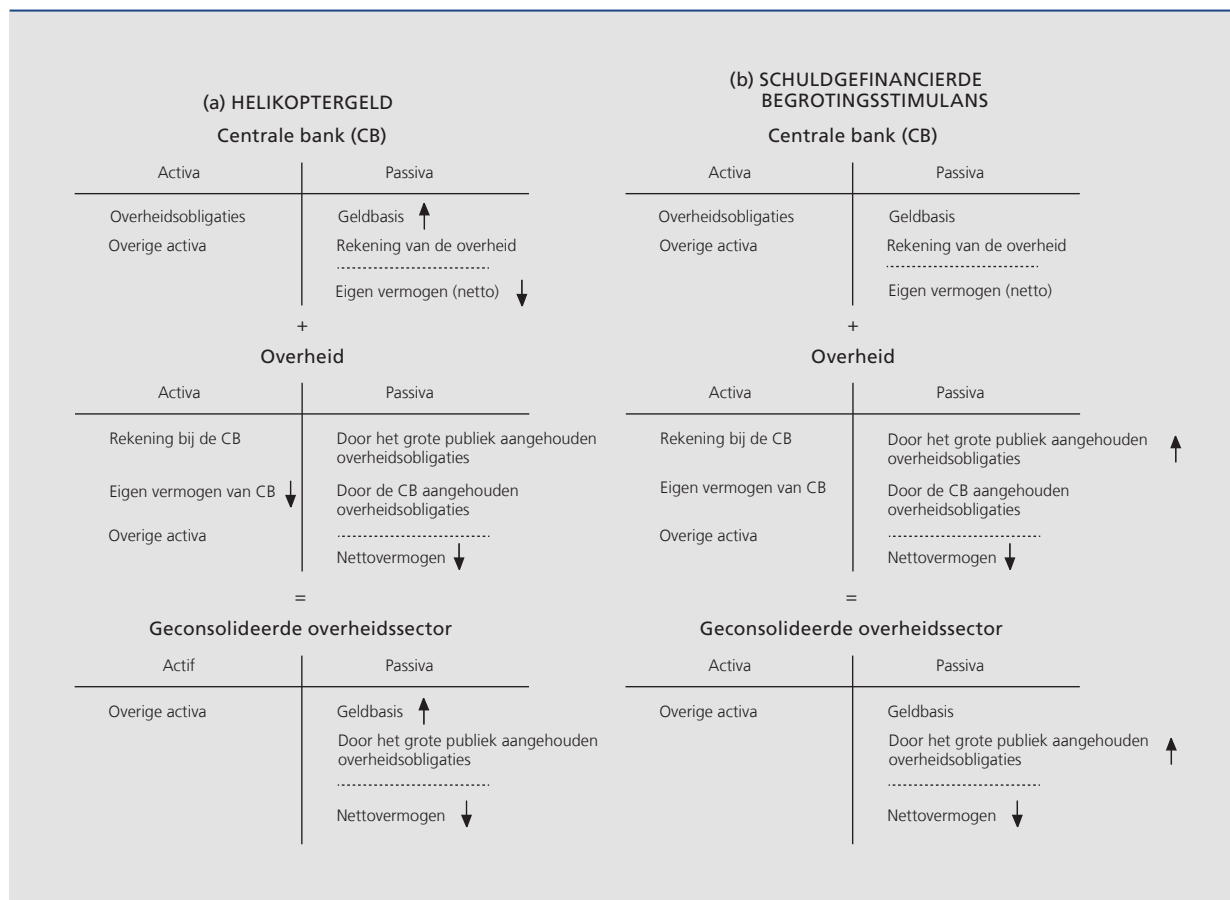
beweging bestaat uit een vermindering van het eigen vermogen van de monetaire autoriteit.

Hoewel die mogelijkheid soms wordt overwogen, wordt hier niet ingegaan op de aanwending van helikoptergeld waarbij de centrale bank rechtstreeks bij de overheid eeuwigdurende overheidsobligaties met nulcoupon aankoopt. Die vorm van helikoptergeld heeft immers niet meteen hetzelfde effect op de balans van de centrale bank als de andere vormen: hij leidt immers niet tot een onmiddellijke daling van het eigen vermogen die de stijging van de liquiditeit compenseert. Uit een meer dynamisch oogpunt bekeken, hebben de vier verschillende vormen van helikoptergeld wél een relatief evenwaardige uitwerking op de balans van de centrale bank: in vergelijking met de hypothetische situatie doen ze op een bepaald ogenblik allemaal haar eigen vermogen dalen indien de rente op de centralebankreserves boven nul uitkomt. Dit punt wordt verderop uitvoeriger behandeld.

Op basis van wat voorafgaat, geeft grafiek 2 een integrale analyse weer van de invloed van helikoptergeld en van een conventionele schuldgefinancierde begrotingsstimulans, aan de hand van de vereenvoudigde balansen van enerzijds de centrale bank en anderzijds de overheid, en van hun consolidatie in de overheidssector als geheel (de 'geconsolideerde overheidssector').

De analyse van de invloed op de balans van de centrale bank toont de verschillende aard van de financiering van beide beleidsmaatregelen aan. Enerzijds wordt de balans van de centrale bank, omdat de financiering van een schuldgefinancierde begrotingsstimulans in principe geen toename van de geldbasis noch enig ander optreden van de centrale bank vereist, door die stimuleringsmaatregel niet gewijzigd. Bij de aanwending van helikoptergeld, daarentegen, verandert de samenstelling van de passiva van de centrale bank: zoals reeds in grafiek 1 werd vermeld, is het immers een daling van het eigen vermogen

**GRAFIEK 2** INVLOED VAN HELIKOPTERGELD EN EEN SCHULDGEFINANCIERDE BEGROTINGSSTIMULANS OP DE VEREENVOUDIGDE BALANSEN VAN DE CENTRALE BANK, DE OVERHEID EN DE GECONSOLIDEERDE OVERHEIDSSECTOR<sup>(1)</sup>



(1) De pijltjes geven de impact weer die elke beleidsmaatregel op de balansposten heeft. De veranderingen worden beoordeeld in vergelijking met de hypothetische situatie (geen beleidsmaatregel), bij overigens gelijkblijvende omstandigheden. Hier wordt een begrotingsstimulans beschouwd met als onmiddellijk effect dat de balans van de overheid verslechtert, bijvoorbeeld transfers (dus geen investeringsprogramma's van de overheid die bedoeld zijn om activa op te bouwen en die zouden kunnen leiden – althans wanneer het rendement op die activa hoger is dan hun financieringskosten – tot een versteviging van de balans van de overheid).

die de toename financiert van de aan de particuliere subjecten ter beschikking gestelde geldbasis.

Voor de balansen van de overheid en de geconsolideerde overheidssector zijn de effecten meer vergelijkbaar, zowel uit een statisch als uit een meer dynamisch oogpunt. Meer bepaald,

- (i) bij tenuitvoerlegging leiden beide stimuli tot een daling van het nettovermogen van de overheid en de overheidssector als geheel. Dit geldt voor helikoptergeld hoewel de bruto-overheidsschuld ongewijzigd blijft, aangezien de daling van het eigen vermogen van de centrale bank om de begrotingsexpansie te financieren, overeenkomt met een daling van de activa van de overheid – dit omdat de staat de uiteindelijke aandeelhouder is van de centrale bank<sup>(1)</sup>. Evenzo veroorzaakt de daling van het eigen vermogen van de centrale bank uiteindelijk een stijging van de nettoschuldpositie van de overheidssector als geheel, omdat de passiva op geconsolideerd niveau toenemen als gevolg van de creatie van extra basisgeld. Die gevolgen lijken sterk op die van een schuldgefinancierde begrotingsstimulus, waarin de stijging van de brutoschuld wordt gecompenseerd door een daling van het nettovermogen voor de overheid en de geconsolideerde overheidssector.
- (ii) vervolgens veroorzaken beide stimuli een stijging van de rentebetalingen van de overheidssector als geheel aangezien in feite een rentedragend schuldbewijs wordt uitgegeven om de lopende uitgaven te betalen. Met andere woorden, omdat in de huidige monetairbeleidstelsels de centralebankreserves worden vergoed, is helikoptergeld inderdaad vergelijkbaar met een toename van overheidsschuld die rentedragend is, namelijk de kortetermijnrente. Hoewel een deel van het extra basisgeld zal bestaan uit bankbiljetten, dus een niet-vergoed passief van de centrale bank, kan redelijkerwijs worden aangenomen dat dit niets aan die bevinding zal veranderen. Als helikoptergeld de particulieren niet dwingt

(1) Centrale banken die, zoals de Nationale Bank van België, privé-aandeelhouders hebben, worden hier buiten beschouwing gelaten.

(2) Die determinanten zijn opvragingen voor transacties, de neiging van de subjecten om biljetten op te potten (die deels afhangt van het rentepercentage, dus de opportuniteitskosten voor het aanhouden van bankbiljetten), de beschikbaarheid van andere betaalmiddelen, de omvang van de schaduwconomie en de vraag door niet-ingezetenen.

(3) Voor de aankoop van eeuwigdurende obligaties met nulcoupon zouden de niet-vergoede activa aanvankelijk gepaard gaan met passiva die rente opbrengen.

(4) Zie bijvoorbeeld Boeckx en Ide (2012) voor nadere informatie over de balansposten van een centrale bank en haar liquiditeitsbeheer.

(5) Borio *et al.* (2016) gaan zelfs nog verder: ze voeren inderdaad aan dat het besluit om de extra reserves die in het helikoptergeldscenario worden gecreëerd niet te vergoeden, ertoe zou leiden dat het monetair beleid voor altijd wordt opgegeven, aangezien de – met de economische groei samenhangende – liquiditeitsabsorberende processen zeer veel tijd zouden vergen.

(6) De mogelijkheden voor de centrale bank om de vorming van niet-rentedragende reserveverplichtingen op te leggen die gelijk zijn aan het bedrag van de monetaire expansie (zodat het peil van de overreserves onveranderd blijft) of om de additionele reserves te vergoeden maar de kosten te dekken via een afzonderlijke heffing op de commerciële banken (Bernanke, 2016), worden ook algemeen aangehaald om de superioriteit van helikoptergeld te vrijwaren. Toch komen ze op hetzelfde neer: het gaat om een met belastingen gefinancierd begrotingstekort, aangezien de commerciële banken – die behoren tot de private sector – in beide gevallen de uiteindelijke kosten dragen (zie ook Borio *et al.*, 2016).

meer bankbiljetten aan te houden dan gewoonlijk, bestaat er immers geen reden om te veronderstellen dat de vraag naar deze laatste zal worden bepaald door iets anders dan haar 'traditionele' structurele determinanten<sup>(2)</sup> na de aanwending van helikoptergeld. Er is, met andere woorden, fundamenteel geen enkele reden om ervan uit te gaan dat de vraag naar bankbiljetten fors zal toenemen als gevolg van helikoptergeld. Indien de rentetarieven op centralebankreserves en overheids-schuldbewijzen aanvankelijk negatief zijn, zullen beide beleidsmaatregelen dus eerst een bron van inkomsten zijn voor de staat – omdat niet-vergoede passiva (het nettovermogen) worden omgeuild tegen passiva die nu rente opbrengen<sup>(3)</sup> – en zal het nettovermogen dus (tijdelijk) stijgen ten opzichte van het hypothetische scenario. Op langere termijn betekent dit echter dat dit nettovermogen opnieuw zal dalen indien de rente weer positief wordt naarmate het herstel op gang komt.

In beide scenario's wordt het aanvankelijk collectief aangehouden vermogen (het nettovermogen van de overheid) dus omgezet in een meer liquide actief dat ter beschikking wordt gesteld van de particuliere subjecten (overheids-schuldbewijzen of basisgeld). Aangezien dat actief een nettoschuld van de overheid vormt en in beide gevallen rentebetalingen veronderstelt, is er a priori geen reden om aan te nemen dat rationele particulieren verschillende verwachtingen zullen hebben ten aanzien van de eventuele toekomstige belastingdruk die het (al dan niet) zou kunnen veroorzaken. Bijgevolg is het weinig waarschijnlijk dat helikoptergeld doeltreffender zal zijn dan een conventionele schuldgefinancierde begrotingsstimulus.

Niettemin is een situatie denkbaar waarin de centrale bank besluit de extra reserves die in het helikoptergeldscenario op permanente basis in de economie worden geïnjecteerd, niet te vergoeden, dit om de superioriteit qua doeltreffendheid van helikoptergeld in tegenstelling tot conventionele begrotingsstimulus te garanderen. Aangezien op die manier een groot deel van het liquiditeitsoverschot niet zou worden vergoed, zou de zeer korte geldmarktrente gedurende een mogelijk lange periode op 0% geblokkeerd blijven (namelijk de tijd die nodig is vooraleer dat liquiditeitsoverschot volledig geabsorbeerd is in de balansposten van de centrale bank waarvan het verloop samenhangt met de groei van de economie, zoals de netto liquiditeitsverkrappende autonome factoren en de reserveverplichtingen<sup>(4)</sup>). Dit zou er al met al op neerkomen dat de centrale bank gedurende een mogelijk lange tijd afziet van een actief monetair beleid en het bereik van haar primaire doelstelling van prijsstabiliteit<sup>(5)</sup>, en tevens ruimte laat voor de onwenselijke gevolgen van een te lang handhaven van lage rentetarieven. Uiteindelijk zou een dergelijk scenario de economie kunnen doen belanden in een explosieve inflatiespiraal<sup>(6)</sup>. Hoewel zo'n verschijnsel

ongewenst is, vormt de loutere mogelijkheid om de inflatie te laten versnellen wel een krachtig mechanisme dat eveneens in de volgende paragraaf wordt besproken.

#### 4. Wanneer zou helikoptergeld niettemin doelmatiger kunnen zijn ?

Ondanks de bovenvermelde conclusies kunnen twee voorwaarden worden bedacht die Ricardiaanse effecten bij helikoptergeld minder waarschijnlijk kunnen maken dan bij een conventionele schuldgefinancierde begrotingsstimulans, wat zou garanderen dat de eerstgenoemde beleidsmaatregel beter dan deze laatste in staat is om de economie te stimuleren in een klimaat van trage groei en rentetarieven die zich in de buurt van hun ondergrens bevinden.

##### 4.1 Het oppervlakkig argument: wanneer de consolidatie van de balansen van de overheidssector niet nodig wordt geacht

**Helikoptergeld kan doelmatiger zijn dan een schuldgefinancierde stimulans indien de particuliere subjecten oordelen dat de balansen van de centrale bank en de overheid niet moeten worden geconsolideerd. Bijgevolg zet de daling van het eigen vermogen van de centrale bank de particulieren er niet toe aan te anticiperen op een verhoging van de toekomstige belastingen of een vermindering van de overheidsuitgaven.**

In het algemeen kan dit de realiteit weerspiegelen aangezien de financiële markten, de internationale instellingen maar ook de nationale en supranationale governancekaders vaak veel aandacht besteden aan de bruto-overheidsschuld, terwijl de nettopositie van de geconsolideerde overheidssector (inclusief monetaire schuld op korte termijn) doorgaans wordt veronachtzaamd. In het kader van het eurogebied zou ook kunnen worden beweerd dat het gebrek aan balansconsolidatie tot op zekere hoogte van toepassing is omdat bij monetairbeleidstransacties de risico's (in principe) worden gedeeld, terwijl er geen begrotingsunie bestaat<sup>(1)</sup>.

(1) In een (zeer!) hypothetisch voorbeeld waarin helikoptergeld ten goede zou komen aan landen waar de geraamde marginale consumptieneiging het hoogst is, mogen bijgevolg geringere Ricardiaanse effecten in het eurogebied worden verwacht. Waarom? Omdat de liquiditeiten in handen zouden komen van ingezetenen met een hoge verwachte neiging om ze uit te geven, terwijl de uiteindelijke kosten zouden worden verdeeld over het eurogebied, dus ook onder ingezetenen met een geringere neiging om minder te verbruiken bij een negatieve schok in het binnenlandse nettovermogen van de overheid. De stijging van de rente-uitgaven als gevolg van helikoptergeld zou immers worden opgenomen in de netto monetaire inkomsten van het Eurosysteem en zou uiteindelijk tussen de lidstaten van het eurogebied worden verdeeld op grond van de verdeelsleutel van het kapitaal van de ECB.

(2) Anders gezegd: omdat via de versnelling van de inflatie een hoger prijspeil wordt getolereerd in vergelijking met de hypothetische situatie, kunnen reële verliezen in het nettovermogen (althans tot op zekere hoogte) worden vermeden in de overheidssector. De versnelling van de inflatie houdt dus in dat de reële passiva onveranderd blijven, terwijl de nominale geconsolideerde overheidsschuld stijgt. Aangezien de Ricardiaanse equivalentie een reëel begrip is, zouden de ermee verwante effecten minder waarschijnlijk zijn.

In elk geval zou, zelfs indien een verband zou worden gelegd tussen de overheid en de centrale bank, deze laatste, die gewoonlijk beschikt over een positief eigen vermogen, gemakkelijker in staat kunnen worden geacht het hoofd te bieden aan de daling van haar nettovermogen. Derhalve zou een stijging van de rentebetalingen op haar passiva in de toekomst kunnen worden gefinancierd zonder nieuwe belastingen te heffen, zodat de Ricardiaanse effecten niet even groot uitvallen.

##### 4.2 Een overtuigender argument: wanneer een tijdelijke versnelling van de inflatie door de centrale bank wordt getolereerd

**Helikoptergeld kan doelmatiger zijn dan een schuldgefinancierde begrotingsstimulans indien de centrale bank een tijdelijke versnelling van de inflatie aanvaardt en de particulieren begrijpen dat ze aldus haar macht gebruikt om de financiële lasten van helikoptergeld onder controle te houden.**

Van cruciaal belang is hier dat de centrale bank bevoegd is voor het rentebeleid. Dit betekent dat ze, in tegenstelling tot de overheid, kan beslissen over de rentelasten van haar schulden. Het afzien van een renteverhoging wanneer helikoptergeld de economie aanwakkert, biedt de centrale bank immers altijd een mogelijkheid om de kosten van die opleving te beperken en de Ricardiaanse effecten dus minder waarschijnlijk te maken<sup>(2)</sup>. De prijs die uiteindelijk voor die strategie moet worden betaald, is een tijdelijk hogere inflatie.

Hier zou de vraag kunnen rijzen of een dergelijke versnelling van de inflatie wenselijk is. Er zijn goede redenen om aan te nemen dat die vraag positief kan worden beantwoord in de huidige context waarin bepaalde economieën bedreigd worden door liquiditeitsvallen. Waarom? Omdat in een situatie waarin de nominale rente niet verder kan dalen, de Fishervergelijking stelt dat de wenselijkheid van een meer negatieve reële rente ook betekent dat een (meer) positieve verwachte inflatie welkom is. Eenvoudig gezegd: indien de reële rente, nadat de nominale rente haar ondergrens heeft bereikt, nog altijd boven haar (negatief) natuurlijk peil ligt, vormt de (sterkere) ondersteuning van de inflatieverwachtingen de belangrijkste hefboom die het mogelijk maakt de reële rente verder neerwaarts aan te passen tot haar wenselijke niveau en aldus het herstel op passende wijze te bevorderen. Het is belangrijk daarbij op te merken dat de 'ontsporing' van de inflatie (*inflation overshoot*) ten opzichte van de hypothetische situatie van een renteverhoging zodra de economie opleeft, niet noodzakelijk betekent dat de inflatie boven de inflatiedoelstelling van

de centrale bank zal uitkomen, omdat de hypothetische situatie a fortiori een verwachte inflatie onder die doelstelling kan impliceren.

Uiteraard zou die strategie om de rente gedurende een lange periode laag te houden terwijl de bedrijvigheid, en derhalve ook de inflatie, aantrekt, ook zonder helikoptergeld kunnen worden uitgevoerd, bijvoorbeeld volgend op een schuldgefinancierde begrotingsexpansie. Toch mag redelijkerwijze worden aangenomen dat het gemakkelijker is een dergelijk streven mee te delen en te doen begrijpen in het helikoptergeldscenario. De bezorgdheid van de centrale bank voor haar eigenvermogenspositie heeft in dit verband immers een signaalfunctie, die de particuliere subjecten ertoe aanzet meer waarde te hechten aan de belofte dat de rente niet te snel zal worden verhoogd (omdat dit de financiën van de centrale bank zou kunnen aantasten). Dit is immers ook een van de transmissiekanalen van de kwantitatieve versoepeling: het aankopen van langlopende obligaties geeft een signaal over het verloop van de toekomstige beleidsrentes van de centrale bank aangezien deze laatste hun financiën beïnvloeden<sup>(1)</sup>. Net als de kwantitatieve versoepeling kan helikoptergeld dus een krachtig engagement vormen indien de centrale bank gelooft in, en bereid is tot het hanteren van, Odysian forward guidance. Dat is forward guidance met nominale kortlopende rentes in de buurt van hun ondergrens, waarbij de centrale bank de particuliere subjecten ervan tracht te overtuigen dat de opleving van de economie niet gepaard zal gaan met een rentestijging zoals in het verleden, maar dat ze trager zal reageren op de toenemende inflatie en groei, en dit om neerwaartse druk uit te oefenen op de reële langetermijnrente (Campbell *et al.*, 2012). Daartegenover is het voor de lidstaten van een monetaire unie zeker niet mogelijk toe te zeggen dat ze de rente op hun brutoschuld laag zullen houden, en dat is ook minder eenvoudig voor landen met een *onafhankelijke* centrale bank.

## 5. Een begrenzing van helikoptergeld: kapitaalverliezen van de centrale bank en hyperinflatie

Helikoptergeld zoals het in dit kader gedefinieerd is, leidt tot een onmiddellijke daling van het eigen vermogen van de centrale bank, alsook tot verdere toekomstige afnames van het eigen vermogen indien de rente stijgt. Als het

(1) Zie Cordemans *et al.* (2016) voor een overzicht van de transmissiekanalen van een kwantitatieve versoepeling.

(2) Naast het bestaan van dekking door de overheid, is ook het vermogen van de centrale bank van belang om, bij een hoge inflatie, voldoende seigniorage-inkomsten te genereren om haar solvabiliteit te bepalen (Del Negro en Sims, 2015).

(3) Zie onder meer Del Negro en Sims (2015) en Reis (2015) voor grondiger analyses van het economisch nettovermogen (vergeleken met het boekhoudkundig eigen vermogen) van een centrale bank en van haar solvabiliteit.

verloop van het eigen vermogen van de centrale bank om een of andere reden onhoudbaar wordt geacht, zou dat het vertrouwen in het door haar uitgegeven geld op lange termijn ernstig kunnen schaden, wat zou kunnen leiden tot een hyperinflatiespiraal, waarin de burgers geen waarde meer hechten aan het nieuwe geïnjecteerde geld. Vanzelfsprekend zou een dergelijke spiraal elke nieuwe monetaire impuls, maar ook iedere andere in binnenlandse valuta luidende economische stimuleringsmaatregel inefficiënt maken. Dit algemene argument tegen helikoptergeld effent de weg voor verschillende beschouwingen in verband met de centralebankbalans die buiten het bestek van dit artikel vallen. Dat gezegd zijnde, worden hieronder enkele specifieke overwegingen geformuleerd die in dat verband toch bijzonder relevant lijken:

- (i) de mate waarin de overheid uiteindelijk het prijsstabiliteitsmandaat van de centrale bank zal ondersteunen (bijvoorbeeld door de centrale bank toe te staan tijdens bepaalde periodes geen positieve dividenden uit te keren of door te beloven haar eventueel, dat wil zeggen in de meer extreme gevallen, te herkapitaliseren), is van cruciaal belang om te bepalen in hoeverre/hoe snel de centrale bank kan worden gedwongen een hogere inflatie te dulden dan ze anders zou wensen<sup>(2)</sup>. Coördinatie tussen de centrale bank en de overheid bij de tenuitvoerlegging van een (aanzienlijke) verhoging van de geldbasis is dus fundamenteel om te voorkomen dat een scenario ontstaat waarin een insolvalbele centrale bank verstrikt raakt in een 'hyperinflatoir Ponzi-schema', dat is een situatie waarin ze nieuwe verplichtingen (namelijk extra basisgeld) creëert om de interesten op de bestaande passiva te betalen omdat de seigniorage-inkomsten slechts een deel van de kosten dekken die verbonden zijn aan die reeds bestaande verplichtingen<sup>(3)</sup>;
- (ii) de aanvankelijke samenstelling van de balans van een centrale bank kan ook belangrijk zijn wanneer haar (gepercipieerde) capaciteit wordt beoordeeld om het hoofd te bieden aan een permanente verhoging van de geldbasis zonder haar inflatiedoelstelling te veronachtzamen. Met name economieën met een van meet af aan goed gekapitaliseerde centrale bank zijn wellicht betere kandidaten voor een stimulering via helikoptergeld.
- (iii) omdat hyperinflatie (of verwachtingen daaromtrent die uiteindelijk zelfvervullend zouden kunnen zijn, zie ook Del Negro en Sims (2015)) ook meer specifiek zou kunnen ontstaan omdat de burgers ervan overtuigd zijn dat op de gematigde monetaire financiering die wordt veroorzaakt door helikoptergeld, in de toekomst een buitensporige monetaire financiering zal



volgen (bijvoorbeeld omdat er twijfels rijzen over de onafhankelijkheid van de centrale bank), is ook een passende communicatie en goede coördinatie bij de toepassing van helikoptergeld van essentieel belang. Al met al houdt helikoptergeld immers 'de uitdaging in om de nodige coördinatie te bewerkstelligen tussen de begrotingsautoriteiten en de monetair-beleidsmakers, zonder de onafhankelijkheid van de centrale bank of de begrotingsdiscipline op lange termijn in het gedrang te brengen' (vrije vertaling van Bernanke, 2016).

## Conclusie

Terwijl helikoptergeld vaak wordt beschouwd als een middel om kosteloos een begrotingsexpansie tot stand te brengen, blijkt uit een diepgaande analyse aan de hand van de balans van de geconsolideerde overheidssector dat helikoptergeld uiteindelijk sterk gelijkt op de uitgifte van korte-termijn overheidseffecten om de lopende overheidsuitgaven te financieren. Bijgevolg is helikoptergeld, zoals onder meer Borio *et al.* (2016) beklemtonen, helemaal niet gratis. Het lijkt echter dat helikoptergeld doelmatiger zou kunnen zijn dan de conventionele schuldgefinancierde begrotingsstimulans, indien de centrale bank een

versnelling van de inflatie laat gedijen wanneer de positieve effecten van het herstel volop tot uiting komen. Dat is ook de essentie van de analyse die Reis maakt van de mystiek rond de balans van de centrale bank (Reis, 2013). Hoewel een dergelijke versnelling van de inflatie ook in het scenario van de conventionele begrotingsstimulans kan worden getolereerd, zou ze makkelijker uit te voeren en door het grote publiek te begrijpen zijn in het scenario van helikoptergeld, waarin de centrale bank nauw betrokken is bij de begrotingsimpuls en het helikoptergeld dus dient als middel om een engagement te tonen. Al met al zou helikoptergeld, om ten volle efficiënt te zijn, ongetwijfeld een solide coördinatie tussen de centrale bank en de overheid vergen, alsook een passende communicatie. Tegelijk zouden een degelijke coördinatie en een goede communicatie essentiële voorwaarden zijn om de economie te beschermen tegen het eventuele gevaar voor het ontstaan van een explosieve (verwachte) inflatoire spiraal bij de aanwending van helikoptergeld. In dat verband lijkt een stevig initieel eigen vermogen van de centrale bank ook van fundamenteel belang. Hoewel een dergelijke analyse het bestek van dit artikel te buiten gaat, zij erop gewezen dat helikoptergeld in het eurogebied vragen kan oproepen over de verenigbaarheid ervan met het juridische kader van het ESCB, in het bijzonder wat het verbod op monetaire financiering betreft.

## Bibliografie

- Bernanke B. (2002), *Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here*, speech before National Economists Club, 21 November.
- Bernanke B. (2003), *Some Thoughts on Monetary Policy in Japan*, speech before Japan Society of Monetary Economics, 31 May.
- Bernanke B. (2016), 'What Tools Does the Fed Have Left? Part 3: Helicopter Money', *Brookings Institution*, Ben Bernanke's blog, 11 April, <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2016/04/11-helicopter-money>.
- Boeckx J. en M. Deroose (2016), 'Monetair en begrotingsbeleid in het eurogebied: onafhankelijk maar toch verbonden', *NBB, Economisch Tijdschrift*, september, 7-26.
- Boeckx J. en S. Ide (2012), 'Wat het beroep op de depositofaciliteit ons kan vertellen en wat niet', *NBB, Economisch Tijdschrift*, juni, 31-38.
- Borio C., P. Disyatat en A. Zabai (2016), 'Helicopter money: The illusion of a free lunch', 24 May, VOX CEPR's Policy Portal, <http://voxeu.org/article/helicopter-money-illusion-free-lunch>.
- Brehon D., G. Saravelos en R. Winkler (2016), *Helicopters 101: your guide to monetary financing*, Deutsche Bank Research, 14 April.
- Buiter W. (2014), 'The Simple Analytics of Helicopter Money: Why It works – Always', *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 8, 1-51.
- Campbell, J.R., C.L. Evans, D. Fisher en A. Justiniano (2012), 'Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance', *Brookings Papers on Economic Activity Spring*, 1-54.
- Cecchetti S. en K. Schoenholtz (2016), 'A primer on helicopter money', 19 August, VOX CEPR's Policy Portal, <http://voxeu.org/article/primer-helicopter-money>.
- Christiano L., M. Eichenbaum en S. Rebelo (2009), *When is the government spending multiplier large?*, NBER, Working Paper 15394.
- Cohen-Setton J. (2015), *Permanent QE and helicopter money*, January, Bruegel, <http://bruegel.org/2015/01/permanent-qe-and-helicopter-money/>.
- Cordemans N. en S. Ide (2014), 'Normalisering van het monetair beleid: vooruitzichten en verschillen', *NBB, Economisch Tijdschrift*, december, 31-55.
- Cordemans N., M. Deroose, M. Kasongo Kashama en A. Stevens (2016), 'Het abc van de kwantitatieve versoepeling of een inleiding over de aankopen van activa door centrale banken', *NBB, Economisch Tijdschrift*, juni, 31-45.
- Del Negro M. en C. Sims (2015), 'When Does a Central Bank's Balance Sheet Require Fiscal Support?', *Journal of Monetary Economics*, vol. 73(C), 1-19.
- DeLong B. J. en L. H. Summers (2012), 'Fiscal Policy in a Depressed Economy', *Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution*, vol. 44(1), 233-297.
- Dotsey M. (2010), 'Monetary Policy in a Liquidity Trap', *Federal Reserve Bank of Philadelphia, Business Review*, 9-15.
- Friedman M. (2006) [1969], *The Optimum Quantity of Money: And Other Essays*, New Jersey: Transaction Publishers.

- Galí J. (2014), *The Effects of a Money-Financed Fiscal Stimulus*, CEPR Discussion Paper 10165.
- Krugman P. (1998), 'It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap', *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 137-205.
- Melyn, W., R. Schoonackers, P. Stinglhamber en L. Van Meensel (2016), 'Moeten de overheidsinvesteringen worden gestimuleerd?' NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 105-121.
- Reis R. (2013), 'The Mystique Surrounding the Central Bank's Balance Sheet, Applied to the European Crisis', *American Economic Review*, vol. 103(3), 135-40.
- Reis R. (2015), *Different Types of Central Bank Insolvency and the Central Role of Seignorage*, NBER, Working Paper 21226.
- Stella P. (2016), 'Helicopter Money without Helicopter and without Central Banks', August, Stellar Consulting LLC, [http://stellarconsultllc.com/blog/wp-content/uploads/2016/08/Helicopter-Money-without-Helicopters-and-without-Central-Banks\\_August-2016.pdf](http://stellarconsultllc.com/blog/wp-content/uploads/2016/08/Helicopter-Money-without-Helicopters-and-without-Central-Banks_August-2016.pdf).
- Svensson L. (2003), *Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others*, NBER, Working Papers 10195.
- Turner A. (2015), *The Case for Monetary Finance – An Essentially Political Issue*, IMF's 16<sup>th</sup> Jacques Polak Annual Research Conference, November.
- Woodford M. (2012), 'Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound', *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City*, 185-288.