

MMT moet scherpere grenzen aan monetaire financiering stellen

Moderne Monetaire Theorie (MMT) heeft de Eurozone minder te bieden dan MMT-geschriften op het eerste gezicht suggereren. Maar MMT biedt wel meer dan de aanhangers van bezuinigingen lief is.

IN HET KORT

- MMT in de huidige vorm heeft te zwakke waarborgen tegen excessieve monetaire financiering en hoge inflatie.
- Het ECB-opkoopbeleid is in feite een toepassing van MMT en maakt de schuldhoudbaarheid tot een onbeduidend probleem.
- MMT schept ruimte voor de noodzakelijke normatieve politieke discussies omtrent overheidsuitgaven.

ALFRED KLEINKNECHT

Emeritus hoogleraar economie en gasthoogleraar aan de Kwansai Gakuin University, Japan

De Moderne Monetaire Theorie (MMT) is onderdeel van een bredere stroming van hernieuwd keynesiaans denken. Het is wel een extreme variant die zelfs onder (post-)keynesianen kritiek ontvangt (Epstein, 2019; Lavoie, 2013; Palley, 2020).

De MMT zegt in haar kern: een land met een nationale munt, een eigen centrale bank, een flexibele wisselkoers, en zonder aanzienlijke schulden in buitenlandse valuta kan nooit failliet gaan. Als er extra geld nodig is, dan kan dat gewoon ‘bijgedrukt’ worden – of beter: geproduceerd met wat klikken op toetsenborden bij de centrale banken. Zolang er in een economie sprake is van onbenutte productiecapaciteit (een outputgap) is het inflatiegevaar gering, en kun je gerust monetair financieren (Kelton, 2020).

Zeker nu de overheidsuitgaven in coronatijd flink oplopen, zijn de verlokkingen van de MMT groot. Maar zoals iedere theorie, kent ook de MMT haar mogelijkheden én beperkingen. Wat zijn die?

De verlokking van de MMT

MMT-aanhangers doen beweringen die in de literatuur van het keynesiaanse tijdperk deels al bekend waren, maar tijdens de aanbod-theoretische revolutie sinds de late jaren zeventig grotendeels zijn vergeten. Vooral de volgende vier punten verdienen het om (opnieuw) onder de aandacht te worden gebracht.

Ten eerste gaat het *mainstream discourse* ervan uit dat overheden, net als bedrijven of huishoudens, op den

duur niet méér kunnen uitgeven dan er binnenkomt. De MMT stelt daarentegen dat overheden via hun centrale banken over een geldpers beschikken, en dus nooit failliet kunnen gaan. In de eurozone is dit principe op een indirecte manier in de praktijk gebracht door het opkopen van staatsobligaties, waardoor de angst voor een staatsbankroet is geweken, getuige de extreem lage rentevoeten op staatsschuld papier.

Ten tweede is het idee passé dat de overheid, door te lenen op de kapitaalmarkt, de rente opjaagt, zodat overheidsuitgaven particuliere uitgaven verdringen (*crowding out*). De belangrijkste reden is dat centrale banken op de rentevoet sturen, en vervolgens de bij deze rentevoet passende geldhoeveelheid scheppen. Bovendien mag de overheid volgens de MMT alleen via de begroting stimuleren in perioden met een outputgap. Zij leent dus in perioden waarin het particuliere bedrijfsleven juist te veel spaart.

Ten derde vereffenen landen als de Verenigde Staten met langdurige importoverschotten deze via de kapitaalbalans, en dan vooral via uitgifte van schuldtitels. Het groeiende bezit van Amerikaans schuld papier door buitenlanders wordt in de publieke opinie soms verkocht als een urgent vijf-voor-twaalf-probleem: “*We live on other countries’ creditcards!*” Bovendien kosten importoverschotten banen. Uit MMT-oogpunt is allebei geen probleem, althans voor de VS. Als andere landen via agressief exportbeleid effectieve vraag (en daarmee banen) in de VS ‘stelen’, dan kan dat gecompenseerd worden door extra vraag te creëren – via de geldpers. Bovendien staan de schulden van de VS uit in dollars, en kunnen dus met dollars (desnoods vers van de geldpers) afbetaald worden.

Ten vierde is de staatsschuld voor het nageslacht géén last. De staat heeft naast schulden ook bezittingen. Slechts indien de schulden hoger zijn dan de bezittingen, is er mogelijk last voor toekomstige generaties. Staatsschuld wordt echter pas een echte last indien toekomstige generaties deze willen aflossen, hetgeen dan via negatieve multiplicatoren tot verlies aan economische groei leidt.

De MMT stelt dat aflossen niet hoeft. Wat telt zijn de *rentelasten* op de staatsschuld. Deze nemen af wanneer centrale banken staatsobligaties opkopen via de secundaire markt – en dat gebeurt momenteel volop. Volgens de Nederlandsche Bank en de Rijksoverheid is er per januari 2021 al bijna een kwart (119 miljard) van de voor 2021 geprojec-



teerde Nederlandse overheidsschuld van 502 miljard ingekocht door De Nederlandsche Bank (DNB). En omdat de staat de enige aandeelhouder van DNB is, is de overheid dit stuk staatsschuld de facto aan zichzelf verschuldigd. De rentebetalingen van de staat aan DNB verhogen de winst van DNB. En DNB maakt aan het einde van het boekjaar haar winsten over naar het Ministerie van Financiën. Financiën betaalt dus feitelijk de rente aan zichzelf.

Wat het vierde punt betreft, inflatiegevaar, is de opkoop van staatsschuld door de Japanse centrale bank een goed voorbeeld. Een vrij groot stuk van de (hoge) Japanse staatsschuld (bijna 240 procent van het bruto binnenlands product, aanzienlijk hoger dan Griekenland!) is op die manier elegant weggewerkt (Koshima, 2019). De opkoopprogramma's vergroten wel de geldhoeveelheid. Echter, er zijn vooralsnog weinig aanwijzingen dat dit de consumentenprijsinflatie aanwakkert (Geels, 2021). Er is wel wat inflatie bij vermogenstitels, maar dit valt ook met andere instrumenten te bestrijden. Bovendien zou de centrale bank overvloedige liquiditeit kunnen verminderen met behulp van verhoogde reservevereisten.

Het opkopen van staatsobligaties heeft als bijkomend voordeel dat het vertrouwen schept, want de bezitters van staatsobligaties krijgen keurig hun geld terug. Dat dit geld niet met bloed, zweet en tranen is verdiend, maar door de centrale bank met wat muisklikken is geschapen, doet er voor de ontvangers niet toe. Als de obligatiehouders beseffen dat centrale banken in principe bereid zijn om problematische staatsschuld op te kopen, dan voorkomt dat onnodige nervositeit en kunnen de risicopremies omlaag.

Bedenkingen bij de MMT

Helaas valt er ook het nodige aan te merken op de MMT. De aanhangers van deze theorie beklemtonen zelf dat monetaire financiering van overheidsuitgaven alleen verantwoord is indien (en zo lang als) er sprake is van braakliggende productiecapaciteit en werkloosheid (de outputgap). Zodra de economie op volle capaciteit draait moet de monetaire financiering stoppen, omdat anders de inflatie wordt opgejaagd. Maar kan de overheid dan wel zomaar stoppen met stimuleren als de conjunctuur aantrekt? Ik heb hierbij een aantal bedenkingen.

Aard van de overheidsuitgaven

De noodzaak om bij afwezigheid van een outputgap met monetaire financiering te stoppen, legt een belangrijke beperking op die door de MMT'ers onvoldoende wordt waargenomen. Zo noemt Kelton (2020) voor de VS een hele reeks problemen die volgens haar dankzij de geldpers vrij eenvoudig opgelost kunnen worden: krakkemikige pensioenen, 21 procent van de kinderen beneden de armoedegrens, miljoenen mensen zonder ziekteverzekering, stagnerende inkomens, et cetera. Maar men kan geen permanente uitgavenverplichtingen (zoals voor gezondheidszorg) monetair financieren, aangezien deze niet zomaar zijn stop te zetten als de outputgap verdwijnt.

Dit vraagt impliciet om herbezinning op de oude (veelal vergeten) *Gouden Regel* van de openbare financiën: financier langdurige consumptieve verplichtingen met langdurige inkomsten. De geldpers (of *deficit spending*) mag wel gebruikt worden voor investeringen, zoals een dijkophoging of een hogesnelheidslijn. Bij een onverwachts oplopende inflatie kunnen dergelijke uitgaven getemporiseerd worden.

MMT'ers vertrouwen erop dat in deze situatie de inflatie ook gestopt kan worden door middel van belastingverhogingen. Maar is dit wel een krachtig sturingsinstrument? Palley (2020) verwijst in dit verband naar de *Public Choice*-theorie die niet erg optimistisch is over de bereidheid van politici om belastingen te verhogen, zeker in de aanloop naar verkiezingen.

Vaststellen van de outputgap is lastig

Een ander probleem is dat aanbod- en vraaggeconomen het sterk oneens zijn over de grootte van outputgaps (Heimberger, 2019). Keynesiaanse economen zien overal outputgaps; aanbodeconomen hebben echter een verticale geaggregeerde aanbodcurve in hun hoofd zitten – deze impliceert dat de economie haast altijd dicht bij haar volledige capaciteit zit. Hierover is binnen afzienbare tijd geen consensus te verwachten. We missen dus een eenduidig en breed gedragen criterium voor het al of niet stoppen van de geldpers. Dat wekt onder critici de angst voor misbruik en hoge inflatie (Summers, 2019).

Ontbrekende politieke waarborgen

De MMT zou sterker staan door voor heldere wettelijke waarborgen te pleiten, waarmee misbruik van de geldpers

voorkomen zou kunnen worden. Aangezien er over de outputgaps geen consensus bestaat, verdient het aanbeveling om dan als alternatief de inflatievoet te gebruiken. Het zou al helpen als men iets explicieter was over de maximaal aanvaardbare inflatievoet onder een MMT-regime. Twee procent? Drie procent? Of meer?

De MMT zet aan tot discussie over de aard en omvang van overheidsuitgaven

En men zou bijvoorbeeld de mogelijkheden voor monetaire financiering door de wet kunnen binden aan de hoogte van de inflatievoet. Bijvoorbeeld: bij meer dan drie procent inflatie is monetaire financiering ten principale verboden. Bij lagere inflatievoeten mag het wel, maar men kan bijvoorbeeld de relatieve volumes van monetaire financiering afhankelijk maken van inflatiepercentages dan wel deflatiepercentages (die door een politiek *onafhankelijk* statistisch bureau gemeten worden).

Een andere waarborg zou kunnen zijn dat instanties zoals het Centraal Planbureau (of wellicht de Raad van State of de Rekenkamer) de inflatie-impact van extra overheidsuitgaven beoordelen, en dat negatieve adviezen vanuit deze instanties zwaar wegen (en bijvoorbeeld met slechts twee derde meerderheden in het parlement overruled mogen worden). Meijers et al. (2021) werken dat uit in dit themanummer. Zonder sterke (wettelijke) waarborgen is de verzekering dat de geldpers bij een oplopende inflatie stopt niet geloofwaardig.

Overige bedenkingen

Ten slotte zijn er nog twee andere punten van kritiek die door keynesiaanse economen (zoals Palley, 2020) naar voren zijn gebracht.

Ten eerste is er een onvermijdelijk conflict tussen volledige werkgelegenheid en prijsstabiliteit, langs de logica van de Phillipscurve: al lang voordat er een werkloosheid van nul is bereikt, gaat de (verwachte) inflatie omhoog. MMT-aanhangers lijken zich van dit probleem niet erg bewust te zijn en dromen van een werkloosheid van (nagenoeg) nul, met beperkte inflatie (Kelton, 2020).

Ten tweede zegt de MMT (ondanks haar naam) weinig over monetaire theorie. MMT-aanhangers suggereren dat de Federal Reserve de rentevoet op de lange termijn gewoon op nul kan zetten (Forstater en Mosler, 2005). Daarmee geeft men monetaire instrumenten voor inflatiebestrijding uit handen. Een rentevoet van nul procent in laag- én hoogconjunctuur kan makkelijk procyclisch uitpakken. Zo leidt een stijgende inflatie in de hoogconjunctuur, bij een nominale rentevoet van nul, tot *negatieve* reële rentevoeten, terwijl het tegendeel gewenst is. Omgekeerd stijgt in de laagconjunctuur bij deflatie de reële rente, het-

geen de inzinking bevordert. Overigens kan een rentevoet van nul ook versturende effecten hebben op de internationale financiële markten (Epstein, 2019).

Beleidsrelevantie

De MMT-discussie kan relevant worden als straks de coronacrisis voorbij is en de aanhangers van *Austerity* erop hameren dat het huishoudboekje weer 'op orde' moet. Bezuinigingen kunnen de eurozone veroordelen tot een jarenlange lage groei, maar de MMT vertelt dat dit onnodig is. Als men vindt dat de staatschuld te hoog is, laat dan (naar Japans voorbeeld) de centrale bank staatsobligaties kopen.

Volgens de MMT moeten economen ook geen tijd meer verspillen met analyses van de houdbaarheid van overheidsfinanciën. Die zijn niet alleen overbodig, ze kunnen ook de politiek op het verkeerde been zetten. Het kan immers, in principe, gebeuren dat houdbaarheidsanalyses aangeven dat er nog ruimte is voor extra uitgaven, terwijl deze uitgaven bij een geringe outputgap de inflatie opjagen. Andersom kan uit houdbaarheidsanalyses blijken dat er geen ruimte meer is voor extra uitgaven, terwijl een bestedingsimpuls dringend gewenst is omdat een outputgap met deflatie dreigt (Kelton 2020). Economen kunnen dus beter de outputgaps dan de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in de gaten houden.

Ten slotte een meevaller: als de houdbaarheid van overheidsfinanciën geen probleem is, dan kunnen economische discussies eerlijker en oprechter worden. Indien men bijvoorbeeld in het rechter politieke spectrum vindt dat sociale voorzieningen te genereus zijn, dan moet men daar eerlijk voor uitkomen. Men kan zich niet meer verschuilen achter het argument dat er (helaas!) bezuinigd moet worden. De MMT zet ertoe aan dat politieke discussies over de echte (normatieve) inhoud gaan, bijvoorbeeld over de aard en omvang van overheidsuitgaven. En niet over een pseudo-probleem: het koude kunstje van de betaalbaarheid.

Literatuur

- Epstein, G. (2019) *The institutional, empirical and policy limits of 'Modern Money Theory'*. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst. Working Paper, 481.
- Forstater, M. en W. Mosler (2005) *The natural rate of interest is zero*. *Journal of Economic Issues*, 39(2), 535–542.
- Geels, H. (2021) *Schijnverband tussen ruim monetair beleid ECB en inflatie*. Artikel op www.mejudice.nl, 28 januari.
- Heimberger, P. (2019) *Welche Rolle spielt der 'Outputlücken-Nonsense?'* Artikel op makronom.de, 6 juni.
- Kelton, S. (2020) *The deficit myth: Modern Monetary Theory and the birth of the people's economy*. Londen: John Murray Press.
- Koshima, Y. (2019) *Japan's public sector balance sheet*. IMF Working Paper, 19/212.
- Lavoie, M. (2013) *The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: a friendly critique*. *Journal of Economic Issues*, 47(1), 1–32.
- Meijers, H., J. Muysken en T. van Veen (2021) *De alternatieve beleidsagenda van de Moderne Monetaire Theorie*. *ESB*, 106(4796), 168–170.
- Palley, T. (2020) *What's wrong with Modern Money Theory: macro and political economic restraints on deficit-financed fiscal policy*. *Review of Keynesian Economics*, 8(4), 472–493.
- Summers, L. (2019) *The left's embrace of modern monetary theory is a recipe for disaster*. *The Washington Post*, 5 maart.