



Betere macro-economie met Moderne Monetaire Theorie

Het geldverruimingsbeleid van de Europese Centrale Bank heeft niet tot een brede opleving van de bestedingen geleid in de eurozone. Dit is een gevolg van de keuze om het begrotingsbeleid los te koppelen van het monetaire beleid. Een alternatieve monetaire theorie concludeert dat het anders moet.

IN HET KORT

- In de Moderne Monetaire Theorie bepaalt de kredietvraag de geldhoeveelheid.
- Volledige werkgelegenheid en lage inflatie kunnen goed samengaan.
- Stabilisatiebeleid is in deze theorie enkel effectief als monetair beleid het begrotingsbeleid volgt.

HUUB MEIJERS

Universitair hoofd-
docent aan de Uni-
versiteit Maastricht
(UM)

JOAN MUYSKEN

Emeritus-hoogleraar
aan de UM

TOM VAN VEEN

Emeritus-hoogleraar
aan de UM en
aan de Nyenrode
Business Universiteit

Er is in toenemende mate onvrede onder economen over de manier waarop het geld en bankwezen geïncorporeerd wordt in de *mainstream*- ofwel de standaard macro-economische modellen. Het idee dat een centrale bank het geldaanbod kan beheersen, en dat de banken min of meer neutraal zijn in het monetaire transmissieproces, stuit op steeds meer kritiek.

Ook de strikte scheiding tussen begrotingsbeleid en monetair beleid staat ter discussie. Zowel de financiële crisis als de huidige coronacrisis leert ons dat het in samenhang gebruiken van beide beleidsinstrumenten meer oplevert dan het toepassen van slechts één enkel instrument. Een mooie illustratie wordt geboden door de discussie, naar aanleiding van de coronacrisis, over stimuleringsmaatregelen in de eurozone met zogenaamde Eurobonds. Zo pleiten bijvoorbeeld Giavazzi en Tabellini (2020) voor de uitgifte van langlopende obligaties, ondersteund door de Europese Centrale Bank (ECB), om de rentevoet laag te houden. Daarnaast roept de president van de ECB, Christine Lagarde, al sinds haar aantreden de Europese landen op tot een stimulerend economisch beleid, en benadrukt ze dat – zeker in deze tijden – het monetaire beleid het niet alleen aan kan. Gelukkig wordt dat inzicht nu breed gedeeld.

Moderne Monetaire Theorie (MMT) biedt een alternatieve visie op het economische proces, waarbij de relaties worden geanalyseerd tussen de centrale bank en het

bankwezen, in wisselwerking met de rest van de economie. Daarbij benadrukt de MMT de samenhang tussen monetair beleid en begrotingsbeleid.

Waarom staat de MMT eigenlijk zo in de belangstelling? Er zijn drie redenen voor. Ten eerste heeft de recente financiële crisis aangetoond dat de banken geen neutrale en passieve spelers zijn in de economie – iets wat in veel studieboeken wel gesuggereerd wordt. Door de crisis is de belangstelling voor de geldscheppende rol van banken groter geworden. Banken zijn, net als alle ondernemingen, gericht op winstmaximalisatie en hebben eigen belangen en doelen. Dit inzicht bouwt voort op Minsky (1992), en heeft geleid tot belangstelling voor theorieën die expliciet ingaan op de rol van banken en krediet in een economie. Dat banken niet neutraal en passief zijn, is precies wat de MMT betoogt, en het sluit aan bij het werk van vele voorgangers – zie Lavoie (2013; 2019) voor een overzicht.

De tweede reden is dat eerst de financiële crisis en nu de coronacrisis de belangstelling voor de effectiviteit van economisch vraagbeleid hebben hernieuwd. Monetair beleid en begrotingsbeleid zijn in de eurozone strikt gescheiden, maar het beleid van kwantitatieve verruiming laat zien dat aanvullend financieel overheidsbeleid nodig kan zijn. In de gangbare benadering wordt benadrukt dat expansief begrotingsbeleid leidt tot tekorten en schulden, waarbij de samenhang tussen monetair beleid en begrotingsbeleid ontbreekt. Juist deze samenhang wordt in de MMT benadrukt, samen met een pleidooi voor expansief begrotingsbeleid in tijden van crisis.

Ten derde geniet de MMT grote belangstelling omdat het gedachtegoed vooral wordt verspreid via blogspots en sociale media, waarop veel wordt gereageerd (zie onder meer de blogs van Mitchell (2020) en Wray (2020)). Daarbij is het opvallend om te zien dat een grote verscheidenheid aan mensen op deze blogs reageert, variërend van economen zoals Summers en Krugman tot mensen uit de praktijk zoals bankiers en beursanalisten. De MMT vult inmiddels ook de kolommen van *Het Financieele Dagblad* en *The Economist* en is daarmee onderwerp van publieke discussie. Er is dus voldoende aanleiding om de vraag te stellen: wat is de MMT en wat zijn de belangrijkste beleidsconclusies?

Moderne Monetaire Theorie in het kort

De MMT is een alternatieve theorie over geldcreatie en de instituties die hiervoor zorgen, en een alternatieve theorie

over de relatie tussen begrotingsbeleid en monetair beleid. De theorie benadrukt daarbij dat de arrangementen in het monetaire systeem, zoals de verhouding tussen de overheid en de centrale bank, en tussen de centrale bank en de banken, zelf gekozen worden. Dit geldt ook voor de restricties die aan deze relaties worden opgelegd.

De MMT bouwt voort op inzichten van Keynes en van de post-keynesianen. Twee belangrijke verschillen met de klassieke theorie zijn dat het geldaanbod endogeen in plaats van exogeen is en dat de kredietvraag de geldhoeveelheid bepaalt, in plaats van dat de geldhoeveelheid de kredietvraag rantsoneert.

Daarbij gaat de MMT uit van een specifiek monetair kader met drie belangrijke uitgangspunten. Ten eerste, er is een soevereine overheid die haar eigen valuta in omloop kan brengen. Ten tweede wordt de overheid in haar monetaire beleid niet gehinderd door restricties vanuit het buitenland, zoals bij vaste wisselkoersen het geval is. En ten derde, alle overheidsschuld wordt uitgegeven in binnenlandse valuta. Daarnaast worden de overheid en de centrale bank vaak als één eenheid opgevat. Dit betekent dat de centrale bank altijd overheidspapier kan kopen, zowel op de primaire als op de secundaire markten.

Deze op het oog eenvoudige amendementen op het klassieke denken over geldcreatie leiden tot interessante nieuwe theoretische inzichten en hebben vergaande implicaties voor economisch vraagbeleid. We nemen geldschepping, 'geldmultipliator' en kredietverlening onder de loep.

Overheidsuitgaven leiden tot geldschepping

In de mainstream- of standaardtheorie wordt geld gecreëerd door de centrale bank en door de commerciële banken. De centrale bank kan door openmarktoperaties en door het stellen van eisen aan reserveverplichtingen de geldhoeveelheid reguleren. De commerciële banken moeten besparingen aantrekken om geld en krediet te creëren.

Volgens de aanhangers van de MMT is geldcreatie nauw verbonden met begrotingsbeleid. Een soevereine overheid kan namelijk altijd geld in omloop brengen – de overheid kan immers afdwingen wat geld is door vast te stellen met welk goed er belasting kan worden betaald (dit heet chartalisme).

Ook als de overheid uitgaven financiert met schulduitgifte, creëert ze geld. Volgens de MMT verkoopt de overheid, door uitgaven te doen, obligaties en schatkistpapier aan de centrale bank en besteedt het door haar ontvangen geld. De ontvangers van de overheidsuitgaven zetten het geld op een deposito bij de banken. De banken zien daardoor hun kasreserves stijgen en kopen dan overheidsobligaties en schatkistpapier van de centrale bank, omdat dit meer oplevert dan het aanhouden van kasreserves.

Een stijging van de vraag naar krediet wordt via de banken door het aanbieden van overheidsobligaties doorgeleid naar de centrale bank, die dit aanbod accepteert en daarmee de kredietvraag accommodeert. De centrale bank kan elk aanbod aan overheidsobligaties vanuit de banken omzetten in reserves, die de banken in staat stellen om aan de particuliere kredietvraag te voldoen. Overheidsuitgaven zorgen ervoor dat de banken voldoende overheidsobligaties in voorraad hebben.

De MMT benadrukt met deze benadering de samenhang tussen financieel overheidsbeleid en monetair beleid. Voorts leiden de hogere overheidsuitgaven in deze analyse tot een *daling* van de rentevoet, aangezien de uitgaven door geldcreatie worden gefinancierd.

De geldmultipliator bestaat niet

In de standaardtheorie bepaalt de geldmultipliator hoe de geldhoeveelheid in de economie (M1) zich verhoudt tot de basisgeldhoeveelheid (M0). De MMT verwerpt dit idee van de geldmultipliator. De centrale bank kan immers noch de geldhoeveelheid, noch de hoeveelheid krediet bepalen (Ehnts, 2017). Ze kan deze grootheden wel beïnvloeden via het rentepercentage op de tegoeden van de banken bij de centrale bank. Maar het is uiteindelijk de vraag naar krediet die de geldhoeveelheid bepaalt. In een economie die gekenmerkt wordt door onderbezetting, bepaalt de vraag naar krediet de korte kant van de markt en daarmee de geldhoeveelheid. Het systeem van fractionele reserves is dus geen realistische afspiegeling van de feitelijke geld- en kredietschepping.

In essentie stelt de MMT dat de geldmultipliator geen juist causaal verband aangeeft. De geldhoeveelheid wordt niet bepaald door de verplichte kasreserve, maar is afhankelijk van de geld- en kredietvraag. Het is dus juist andersom: de kredietvraag bepaalt de hoeveelheid basisgeld. Naar ons idee is deze sterke en eenzijdige focus op de vraagkant van de kredietmarkt het grootste verschil met de gangbare geldtheorie, waar juist de aanbodkant centraal staat.

Kredietverlening kan ook zonder besparingen

In de standaardtheorie zijn er besparingen nodig om te kunnen investeren. De banken zijn neutrale intermediairs die deze besparingen doorsluizen naar de overheid en de bedrijven.

Volgens de MMT is dit onjuist. In lijn met keynesiaanse en post-keynesiaanse inzichten leidt een stijging van de investeringen tot een stijging van het inkomen, en daarmee tot een stijging van de besparingen. Het is daarom niet zo dat banken besparingen doorsluizen naar investeerders en alleen krediet kunnen verlenen als er eerst besparingen worden aangetrokken. De MMT verzet zich daarmee tegen de leenfondstheorie. Bovendien worden investeringen gefinancierd met kredieten, en volgens de MMT worden geld en krediet voortdurend gecreëerd door de banken.

Een kanttekening hierbij is dat de MMT uitgaat van een economie met onderbezetting. Alleen dan is er ruimte voor investeringen zonder dat daar additionele besparingen tegenover staan – dat geldt zowel voor het reële als voor het monetaire deel van de economie. Echter, als de economie geen onderbezetting kent, is de situatie anders. Dan zijn reële investeringen slechts mogelijk als er elders wordt afgezien van bestedingen – hier sluit de MMT dan aan bij de orthodoxe benadering.

Beleidsimplicaties

Een MMT-bril is genuanceerder over het risico op inflatie dan de standaardtheorie, en heeft implicaties voor de inrichting van Europese instituties. We noemen drie implicaties.

Inflatierisico laag

In navolging van Keynes is werkloosheid het gevolg van te lage bestedingen. Bij de MMT moet monetair beleid in dienst staan van het streven naar volledige werkgelegenheid. Een van de belangrijkste redenen waarom dat kan, is dat volgens de MMT het risico op inflatie laag is zolang er nog geen volledige werkgelegenheid is. Bij onderbesteding is er ruimte voor additionele overheidsbestedingen, zonder dat er inflatie dreigt.

Hoeveel geld moet er in omloop worden gebracht om die additionele overheidsbestedingen te doen? Zoveel dat de vraag naar geld en krediet zorgt voor volledige werkgelegenheid. Bedenk daarbij dat het creëren van geld niet meer is dan een boekhoudkundige handeling, en dat het overgrote deel van de geldhoeveelheid uit giraal geld bestaat.

Baangarantieplan

Volledige werkgelegenheid zonder inflatie door opwaartse loondruk kan bijvoorbeeld worden bereikt door een baangarantieplan. Het idee achter zo'n plan is dat de overheid aan iedereen een baan aanbiedt tegen het geldende minimumloon. De overheid hoeft dan niet met de private sector te concurreren en drijft met dit beleid de lonen en prijzen niet op, terwijl er wel sprake is van volledige werkgelegenheid. Dit baangarantieplan zorgt dan voor een buffervoorraad van banen (Mitchell en Muysken, 2008).

Deze visie wordt gesteld tegenover de orthodoxe theorie met de verticale Phillipscurve. Daarbij is er op het niveau van de 'natuurlijke' werkloosheid een buffervoorraad van werklozen, hetgeen een enorme maatschappelijke verspilling vormt.

Hervorming eurozone

Veel van de restricties die de ECB en de lidstaten van de eurozone zichzelf hebben opgelegd, verminderen de effectiviteit van stabilisatiebeleid. Het uit handen geven van monetair beleid aan een onafhankelijke centrale bank is een voorbeeld. Daardoor is een centrale bank niet verplicht om obligaties van de overheid en van de banken aan te kopen, en dat is volgens de MMT onverstandig. Het uit handen geven van de eigen valuta (zoals de Nederlandse gulden) is een ander voorbeeld, zeker als dat gepaard gaat met het niet uit handen geven van begrotingsbeleid.

Tegen die achtergrond verklaart de MMT het ontstaan van de eurocrisis. Een overschot op de begroting van de overheid gaat noodzakelijkerwijs gepaard met een tekort, en dus met kredietverlening en stijgende schulden in de private sector. Als de private sector de schulden niet wil laten oplopen, wordt de rekening naar het buitenland doorgeschoven. Men moet dus niet verbaasd zijn dat, in de aanloop naar de financiële crisis, het restrictieve begrotingsbeleid in het Noorden gepaard is gegaan met stijgende private schulden. Ook moet men niet verbaasd zijn over een stijging van het overschot op de lopende rekening in het Noorden en stijgende tekorten in het Zuiden. Was dit niet gebeurd, dan was de economie in het Noorden eerder in een recessie beland.

Gezien het gevoerde begrotingsbeleid kon de centrale bank de kredietverlening die hiermee gepaard ging niet afremmen. De MMT wijst erop dat de onevenwichtigheden

tussen Noord en Zuid, die daar een gevolg van zijn, nog niet zijn opgelost. Dit inzicht is niet nieuw, maar die samenhang kan niet worden verklaard vanuit de gangbare theorie.

Volgens de MMT blijft de hoge werkloosheid in Europa bestaan zolang de samenhang tussen monetair en begrotingsbeleid ontbreekt. Pas als een monetaire unie en een begrotingsunie samenkomen, kunnen de werkloosheidsproblemen als gevolg van te lage bestedingen in de eurozone worden opgelost.

De ECB kan een recessie niet op eigen houtje keren. Monetair beleid in de eurozone lijkt niet meer in staat om voldoende bestedingen te genereren – het versterkt eerder balansrecessies. Voortzetten van de kwantitatieve verruiming lijkt daarom bij voorbaat weinig effect te hebben als dit niet samengaat met hogere overheidsbestedingen. Monetair beleid kan daarom niet los worden gezien van begrotingsbeleid.

In feite maakte Mario Draghi dit punt in zijn afscheidsrede, met zijn oproep aan de noordelijke landen om hun bestedingen te verhogen (Draghi, 2019) – een punt dat Christine Lagarde al had verkondigd toen ze het IMF nog leidde, en dat recentelijk opnieuw door haar aan de orde is gesteld (Lagarde, 2019).

Conclusies

De MMT biedt nieuwe inzichten in het proces van geld- en kredietschepping, en benadrukt daarin de in de vergetelheid geraakte samenhang tussen monetair beleid en begrotingsbeleid. Zoals Keynes al stelde, is in een situatie van te lage bestedingen enkel monetair beleid niet voldoende om volledige werkgelegenheid te creëren. Volgens de MMT volgt het monetaire beleid juist het begrotingsbeleid, omdat er voor een soevereine overheid geen limiet bestaat op de hoeveelheid te creëren geld.

De 'lens' die de MMT biedt, is belangrijk. Deze theorie kan beter dan de gangbare theorie verklaren hoe en waarom er balansrecessies ontstaan, en waarom een directe bestedingsimpuls nodig is om uit zo'n recessie te raken. De MMT biedt ook een interessante kijk op geldschepping, en op de vraag onder welke condities de centrale bank de geldhoeveelheid kan beïnvloeden.

Literatuur

- Draghi, M. (2019) *Farewell remarks*. Speech gehouden op 28 oktober 2019 in Frankfurt am Main. Te vinden op www.ecb.europa.eu.
- Ehnts, D.H. (2017) *Modern Monetary Theory and European macroeconomics*. Londen: Routledge.
- Giavazzi, F. en G. Tabellini (2020) *Covid perpetual Eurobonds: jointly guaranteed and supported by the ECB*. Artikel op voxeu.org, 24 maart.
- Lagarde, C. (2019) *The future of the euro area economy*. Speech gehouden op het Frankfurt European Banking Congress. 22 november, Frankfurt am Main. Te vinden op www.ecb.europa.eu.
- Lavoie, M. (2013) The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: a friendly critique. *Journal of Economic Issues*, 47(1), 1–31.
- Lavoie, M. (2019) Modern monetary theory and post-Keynesian economics. *Real-world Economics Review*, 89, 97–108.
- Minsky, H. (1992) *The financial instability hypothesis*. Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper, 74. Te vinden op www.levyinstitute.org.
- Mitchell, W.F. (2020) *Modern Monetary Theory*. Blog te vinden op bilbo.economicoutlook.net.
- Mitchell, W.F. en J. Muysken (2008) *Full employment abandoned: shifting sands and policy failures*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Wray, L.R. (2020) *Sovereign currency and government policy in the open economy*. New Economic perspectives, MMP Blog, 26. Te vinden op neweconomicperspectives.org.