

SAMENVATTING

Moderne Monetaire Theorie (MMT) stelt dat schulden ook kunnen worden voldaan met het drukken van nieuw geld. Dit is te mooi om waar te zijn. MMT is echter veel meer dan een geldpers. De theorie laat ons door een andere bril kijken naar de werking van ons huidige macro-economisch systeem. Deze nota is geen pleidooi om MMT in te voeren, maar geeft enkele aanzetten om er iets uit te leren.

Een minder oppervlakkige lezing van MMT brengt inzichten bij omtrent de werking van de Europese Monetaire Unie, de aanpak van de pandemie en de financiering van de klimaattransitie. De oorlog in Oekraïne zet deze vraagstukken nog meer op scherp. We moeten aanvaarden dat er voor dit soort voorvallen geen simpele oplossingen bestaan, ook niet onder MMT.

In theorie is er zelfs weinig verschil met de huidige manier van werken. In de praktijk riskeert ook MMT te stuiten op dezelfde systemische inertie. De grootste les is dat onze eigen overheid niet meteen nood heeft aan een geldpers maar aan een visie. Immers, wat houdt het beleid in een land met een overheidsbeslag van meer dan 50% tegen om beter te doen?

Moderne Monetaire Theorie de praktijktoets

De wijze waarop we naar geld kijken, zegt veel over de wijze waarop we de wereld benaderen. Dat gaat ook op voor een samenleving als geheel. Vooral de manier waarop er wordt gekeken naar staatsschuld, is bijzonder relevant. Bekeken door de bril van een huishouden, moet elke euro ooit worden terugbetaald. Moderne Monetaire Theorie (MMT) stelt echter dat schulden ook kunnen worden voldaan met het drukken van nieuw geld. De pandemie en de klimaattransitie hebben deze zienswijze wind in de zeilen gegeven. Critici vrezen echter het gevaar van hyperinflatie wanneer de geldpersen op volle toeren draaien.

MMT lijkt te mooi om waar te zijn, maar hoe verstandig of gevaarlijk is deze zienswijze echt? In een tijd met oplopende inflatie en begrotingstekorten lijkt dit een overbodige vraag. Het is alsof de theorie reeds door de realiteit werd ingehaald, nog voor ze effectief werd ingevoerd. MMT is echter veel meer dan een geldpers. Haar grootste verdienste is wellicht dat ze ons door een andere bril laat kijken naar de tekortkomingen in het huidige systeem dat we hier zullen omschrijven als de consensusbenadering. Deze nota is geen pleidooi om MMT in te voeren, maar wel een aanzet om er iets uit te leren.

1. Verantwoording

Moderne Monetaire Theorie mag dan modern heten, nieuw is de theorie allerminst. MMT vloeit voort uit ideeën van onder meer John Maynard Keynes en werk van Hyman Minsky rond financiële instabiliteit. MMT kreeg de voorbije jaren wind in de zeilen maar lag ook onder felle kritiek van vooraanstaande economen zoals Paul Krugman, George Man-kiw, Kenneth Rogoff en Larry Summers. Het zijn stuk voor stuk uitnodigingen om je niet verder te verdiepen in de gecontesteerde ideeën. De kritiek moet ook worden gelezen als een uiting van bezorgdheid. Een oppervlakkige lezing doet namelijk besluiten dat er gemakkelijke oplossingen zijn voor complexe problemen. Die zijn er niet.

MMT wordt doorgaans mooier voorgesteld dan het in werkelijkheid is.

Een minder oppervlakkige lezing van MMT brengt niettemin een aantal interessante inzichten bij. Bijvoorbeeld omtrent de wijze waarop de Europese Monetaire Unie (niet) werkt. Een andere kwestie betreft de aanpak van de pandemie. Was dit een stap in de richting van MMT of was het slechts een tijdelijke noodgreep? MMT daagt ons ook uit om op een andere manier na te denken over de financiering van de klimaattransitie. Die vergt investeringen in een verre en onzekere toekomst waar de consensusbenadering moeilijk bij kan. Ten slotte heeft de oorlog in Oekraïne deze vraagstukken nog meer op scherp gezet. Luidt de vergalopperende inflatie meteen het einde in van MMT of is het eerder de consensusbenadering die onder druk komt te staan?

2. Wat is MMT niet?

Wanneer iets te mooi klinkt om waar te zijn, dan is het dat meestal ook. Maar, MMT wordt doorgaans mooier voorgesteld dan het in werkelijkheid is. In tegenstelling tot wat overenthousiaste supporters ervan maken, bepleit MMT helemaal niet dat de overheid onbeperkt geld zou kunnen bijdrukken. Het is dus niet zo dat de overheid een vrijeleide krijgt om sinterklaas te spelen. MMT stelt dat monetaire financiering — zeg maar het drukken van geld — enkel een optie is bij een onderbenutting van de economische capaciteit en bij lage inflatie (Meijers et.al. 2021).

Achter de opgang van MMT schuilt een sterke marketing. Succesauteurs zoals Stephanie Kelton (2017) en Mariana Mazzucato (2018) krijgen veel bijval vanuit linkse hoek en die maakt het succes meteen verdacht. Hoewel MMT geen politiek project is, kreeg het in de VS een concreet gezicht met de ideeën van de 'Green New Deal' en het 'Job Guarantee'-programma van de Democratische Partij met de populaire Alexandria Ocasio-Cortez als boegbeeld. Die politieke recuperatie ter linkerzijde komt de kwaliteit van het intellectueel debat niet ten goede.

3. Wat is MMT dan wel?

Het is niet eenvoudig om MMT in een notendop te beschrijven. We beperken ons hier tot een vergelijking met de huidige consensusbenadering.

3.1 Visie op staatsschuld

De consensusbenadering ziet de overheid als een huishouden (Van 't Klooster, 2021). Elke euro die je uitgeeft of leent, moet worden terugbetaald. En de enige bron van inkomsten zijn belastingen. Deze visie gaat terug tot David Hume (1752): '*either the nation must destroy public credit, or public credit will destroy the nation*'. De beste staatsschuld is volgens deze visie geen staatsschuld.

Meer souplesse vertoont de visie waarbij de overheid wordt beschouwd als een bedrijf dat kan lenen om te investeren. Toekomstige groei en inkomsten creëren een grotere terugbetalingscapaciteit om schulden af te lossen. In de realiteit krijgt de bedrijfsvisie steeds meer voeten aan de grond. Zowel het IMF als de Europese Commissie erkennen, zij het

De politieke recuperatie ter linkerzijde komt de kwaliteit van het intellectueel debat niet ten goede.

schoorvoetend, dat overheden de terugbetalingscapaciteit voor schulden kunnen verhogen wanneer ze verstandig investeren.¹

Een derde visie gaat nog een stap verder en poneert dat publieke uitgaven niet noodzakelijk moeten worden gefinancierd met belastingen noch schulden. In haar bestseller *'The Deficit Myth'* stelt Stephanie Kelton dat de federale overheid niet te vergelijken is met een huishouden of een bedrijf. Ze voegt eraan toe dat, wanneer overheden hun budget beheren zoals een huishouden, ze de kans missen om via de macht van hun soevereine munt het leven van burgers te verbeteren. Het vermogen om geld uit te geven, is zo in principe onbegrensd, maar de echte uitdaging is om het zinvol te besteden. Een cruciale voorwaarde is wel dat de overheid beschikt over monetaire soevereiniteit (zie kaderstuk).

Monetaire soevereiniteit

Een belangrijke voorwaarde om de geldpers te kunnen gebruiken, is niet alleen dat de inflatie onder controle blijft maar ook dat de staat effectief beschikt over monetaire soevereiniteit. Dit behelst de beschikking over een eigen munt en de afwezigheid van schulden in buitenlandse valuta (Ehnts et al., 2020).

In theorie gaat dit op voor de meeste landen, maar in de praktijk is de VS — dankzij de reservefunctie van de dollar — het enige land ter wereld dat zich een onbeperkte financiering zou kunnen veroorloven. Landen die afhankelijk zijn van buitenlands kapitaal of import, moeten zich behoeden voor een waarde-daling van hun munt. De MMT-denkoefening leert ook dat de individuele leden van de eurozone niet beschikken over monetaire soevereiniteit. De gevolgen voor de werking van de unie worden in paragraaf 5 nader toegelicht.

3.2 Functionele financiering

Het geld zinvol besteden, houdt in dat het beleid ten dienste moet staan van burgers en samenleving. Anders dan bij de consensusbenadering wordt geldschepping niet door private banken gestuurd maar staat ze in functie van het algemeen maatschappelijk belang. Dat uitgangspunt is opmerkelijk, want het suggereert dat de huidige consensusbenadering dat algemeen belang niet altijd even goed dient. Om beter te doen, vertrekt MMT van het concept *'functional finance'*, zoals lang geleden reeds geponeerd door Abba Lerner (1943). Eerder dan puur financiële doelen zoals budgetdiscipline na te streven, moeten overheden spenderen en taxeren in functie van gewenste maatschappelijke uitkomsten zoals volledige werkgelegenheid. Een baangarantieplan moet komaf maken met de inruil tussen inflatie en werkloosheid die in de consensusbenadering wordt belichaamd door het begrip 'natuurlijke werkloosheid'.²

Een baangarantieplan moet komaf maken met de inruil tussen inflatie en werkloosheid.

- 1 In *'Sapiens'* beschrijft Yuval Harari (2017) op zeer toegankelijke wijze hoe cruciaal het kunnen aangaan van schulden is geweest voor de snelle opgang van Westerse economieën. Zonder schulden geen groei en welvaartscreatie.
- 2 Het betreft de grens vanaf waar de inflatie oploopt bij een verdere daling van de werkloosheid. Men spreekt hier ook van NAIRU of *'Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment'*.

De opvattingen van MMT en de consensusbenadering zijn verrassend gelijklopend.

3.3 Keerzijde van dezelfde medaille?

Ongeacht deze verschillende uitgangspunten is MMT in de uitwerking zelf veel minder onconventioneel. De opvattingen van MMT en de huidige consensusbenadering zijn verrassend gelijklopend voor wat betreft de wijze waarop de economie werkt. Ook het gehanteerde beleidskader voor macro-economische stabilisering en de koffer aan instrumenten die men daartoe beschikbaar acht, zijn volledig gelijklopend (Kasongo Kashama, 2020; Lavoie, 2013; Mason en Jayadev, 2018). Beide benaderingen beogen prijsstabiliteit en volledige werkgelegenheid. Inflatie mag niet te hoog oplopen en moet stabiel blijven. De inflatie moet verder in lijn liggen met de benuttingsgraad van de capaciteit in de economie. Dat vraagt om een anticyclisch macrobeleid: expansief wanneer de vraag kleiner is dan de potentiële productie, om zo hoge werkloosheid en mogelijke deflatie te vermijden. Restrictief wanneer ze tegen de maximale capaciteit aanleunt en de inflatie oploopt.

Het verschil met de huidige manier van werken zit vooral in de toewijzing van de opdrachten. Concreet: volgens MMT behoort het beleid volledige werkgelegenheid en prijsstabiliteit na te streven via de begroting, niet via het monetaire beleid zoals nu door de consensusbenadering wordt voorgeschreven. De taak van de centrale bank wordt daarmee herleid tot het voorzien in de geldbehoeften van de regering. Mochten er in de economie inflatierisico's opduiken — wat niet ondenkbaar is wanneer de geldpersen op volle toeren draaien — dan moet volgens MMT de fiscale autoriteit (regering) de belastingen verhogen om de economie af te koelen en de inflatie in te dijken. In plaats van de stand van de rente wordt de belastingdruk de sturende parameter.

Figuur 1: MMT versus de consensusbenadering

Bron: gebaseerd op Kasongo Kashama (2020); Mason en Jayadev (2018).

	Fiscaal beleid is verantwoordelijk voor volledige werkgelegenheid en prijsstabiliteit	Fiscaal beleid is verantwoordelijk voor de houdbaarheid van de schuld
Monetair beleid is verantwoordelijk voor volledige werkgelegenheid en prijsstabiliteit		Consensusbenadering
Monetair beleid is verantwoordelijk voor de houdbaarheid van de schuld	MMT en functionele financiering	

Het is ironisch om te zien dat twee theorieën die lijnrecht tegenover elkaar staan, vertrekken van een gelijkaardig macro-economisch kader met bovendien dezelfde doelen voor ogen. Mason en Jayadev (2018) beschrijven treffend hoe beide benaderingen inderdaad verschillende routes aangeven naar eenzelfde uitkomst. Dit blijkt ook uit figuur 1. De monetaire dominantie van de centrale bank in de consensusbenadering wordt ingeruild voor budgettaire dominantie vanwege de regering onder de MMT-benadering, hier aangeduid

onder de noemer 'functionele financiering'. De rollen worden zo omgekeerd. Budgettair beleid bewaakt het prijsniveau door middel van belastingen. Monetair beleid staat in voor het schuldniveau en is niet gebonden aan prijsstabiliteit.

Voor beide benaderingen geldt dat ze in de grijze gebieden terechtkomen indien beleidsmakers er niet in slagen om hun beloftes waar te maken. Ongeacht welke benadering men kiest, in theorie is er slechts één optimaal punt waar kan worden voldaan aan zowel de houdbaarheid van het schuldniveau als aan prijsstabiliteit en volledige werkgelegenheid (Jayadev en Mason, 2018). Mits een perfecte toepassing van de theorie zou een onwetende toeschouwer niet kunnen zeggen met welke van de twee benaderingen men dat optimaal punt heeft bereikt en wie verantwoordelijk is geweest voor het behalen van welke doelstellingen.

In theorie zou onder MMT de begroting ook vaker in evenwicht moeten zijn. Dit uit voorzorg om inflatie tijdig in te dijken na een periode van geldcreatie. Zullen democratisch verkozen leiders evenwel die vooruitzending aan de dag kunnen leggen? Er zijn goede redenen om daaraan te twijfelen.

4. Cruciale randvoorwaarden

Voorgaande toont aan dat er in theorie weinig verschil is tussen de conventionele benadering en MMT. In praktijk liggen de zaken heel wat complexer.

4.1 Het algemeen belang

Volgens MMT moet democratische besluitvorming het nogal vage begrip 'maatschappelijk belang' inkleuren. Dit is meteen een eerste grote valkuil. Zou onder MMT het algemeen belang beter worden gediend? En zouden we beter in staat zijn om de kerntaken van de overheid af te bakenen? Ook in eigen land met een overheidsbeslag van meer dan 50% zijn dit soort vragen zeer pertinent. Idem voor wat betreft het uitblijven van een hervorming van ons pensioensysteem op een meer rechtvaardige leest.

MMT zegt weinig of niets over de problematiek van de overmatige subsidiëring — met Vlaanderen als slecht voorbeeld — en de macht van belangengroeperingen. Zullen die groeperingen zich vrijwillig ontbinden om de zogenaamde functionele financiering niet langer in de weg te staan? Kortom, MMT riskeert op dezelfde systemische inertie te stuiten die een efficiënte — of zelfs meer democratische — besluitvorming tegenhoudt. Aanhangers van MMT zullen veel beter moeten beargumenteren hoe en waarom bepaalde valkuilen zullen worden vermeden.

Zouden we dankzij MMT de alsmar grotere polarisering in het publieke debat kunnen overstijgen? In de VS werd de idee van functionele financiering geconcretiseerd aan de hand van de 'Green New Deal' en het 'Job Guarantee'-programma. Profilering door de Democratische Partij aan de hand van deze concepten heeft er echter voor gezorgd dat in de Amerikaanse samenleving zich ook in deze discussie een ideologische breuklijn heeft uitgekristalliseerd. En zo wordt ook dit debat alsmar meer verzvolgen in extreme profilering, niet in het minst op sociale media.

In theorie is er weinig verschil. In de praktijk is dat anders.

MMT zegt weinig of niets over de macht van belangengroeperingen.

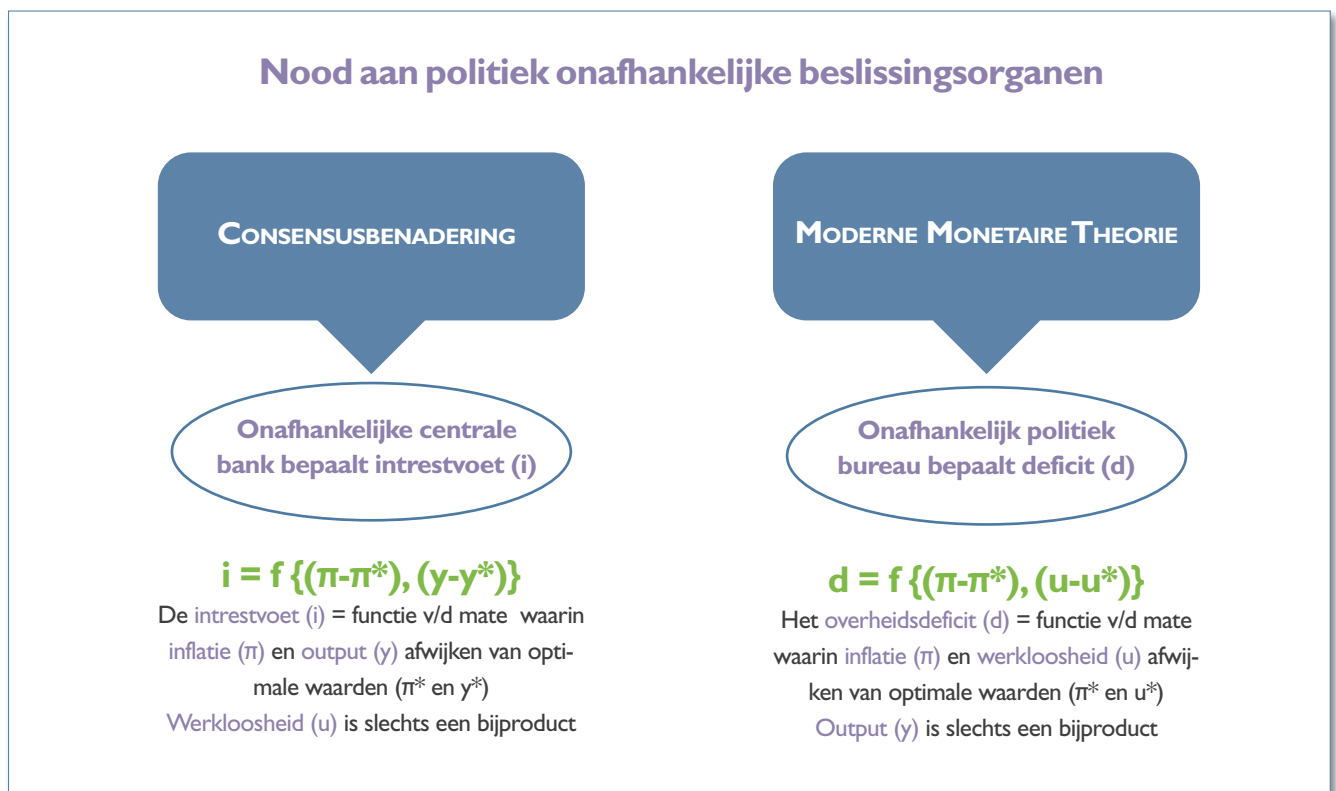
4.2 Gouden regels

Naast deze inhoudelijk-ideologische problemen zijn er ook nog tal van technische vraagtekens. Monetaire financiering is onder MMT alleen toegestaan bij een lage benutting van de productiecapaciteit en/of werkloosheid (cf. outputgap). Een economie op volle capaciteit mag niet verder worden gestimuleerd met het drukken van geld, want dat zou inflatie veroorzaken. De vraag die zich daarbij stelt: hoe gemakkelijk kan men die geldpers in de praktijk uitzetten? Zullen politici, die moeten worden verkozen, kunnen weerstaan aan de verlokkingen van de geldpers? Op basis van welke criteria zal men dit soort beslissingen nemen? Enkele overwegingen:

Hoe gemakkelijk kan men de geldpers in de praktijk uitzetten?

- De gouden regel van openbare financiën stelt dat langdurige consumptieve verplichtingen (pensioenen, gezondheidszorg, onderwijs...) best gefinancierd worden met langdurige stabiele inkomsten, zijnde belastingen (Kleinknecht, 2021). De geldpers mag enkel worden aangezet voor investeringen die getemporiseerd kunnen worden indien de inflatie zou oplopen. Lopende uitgaven, zoals de gezondheidszorg, plots terugdraaien, zou politiek gezien immers heel moeilijk liggen. De theorie van de publieke keuze (*public choice*) is niet bijster optimistisch omtrent het vermogen van politici of het bestel van politieke besluitvorming om belastingen te verhogen indien dat nodig zou blijken.
- De vraag is hoe zal worden bepaald wanneer het te veel of genoeg is? De regel dat de economie mag worden gestimuleerd indien ze onder haar capaciteit opereert, staat of valt met de mate waarin met de zogenaamde outputgap adequaat kan worden gemeten. Bij gebrek aan overeenstemming onder economen zou men minstens een maximaal aanvaardbare inflatievoet als alternatief moeten aanduiden (Kleinknecht, 2021).

Figuur 2: Keerzijde van dezelfde medaille
Bron: ETION



Om aan de kritiek van gebrekkige politieke besluitvorming een mouw te passen, wordt door sommige auteurs voorgesteld dat cruciale parameters, zoals inflatie en capaciteitsbenutting, door een politiek onafhankelijk bureau moeten worden vastgesteld (Kelton, 2017; Kleinknecht, 2021; Meijers et al., 2021). Merk op dat er onder MMT dus evenzeer een noodzaak is om cruciale beslissingen in handen te leggen van een politiek onafhankelijke instantie. Het is het spiegelbeeld van de rol die de centrale banken vervullen onder de consensusbenadering. Ook in dit opzicht zijn beide theorieën de keerzijde van dezelfde medaille (cfr. figuur 2 op pag. 6).

Samengevat is de belangrijkste kritiek op MMT dat er te weinig aandacht wordt besteed aan de uitwerking en omschrijving van de politieke besluitvormingsprocessen. Er wordt te gemakkelijk verondersteld dat we als samenleving automatisch zullen komen tot een coherent pakket van besluitvorming dat de zogenaamde functionele financiering zal vormgeven.

5. Eurocrisis scherpgesteld

Voorgaande kritiek is een belangrijke waarschuwing. Ze moet vermijden dat we blindelings meegaan in een avontuur waarvan de gevolgen nauwelijks te overzien zijn. Anderzijds belet dit niet dat MMT ons een spiegel voorhoudt. In het kaderstuk wezen we er al op dat individuele leden van de eurozone niet beschikken over monetaire soevereiniteit. Precies daarom kan MMT ons iets bijleren over de werking van de eurozone en meer specifiek de pijnlijke episodes waarbij werd gezocht naar uitwegen om het gebrek aan soevereiniteit te compenseren.

Eerste les: in periodes van financiële crisis of oorlog is het belangrijk dat een financieel systeem beroep kan doen op zijn monetaire soevereiniteit (Loneragan, 2019). De macht om geld te drukken, creëert de mogelijkheid om activa zonder risico op wanbetaling te emitteren. Vrij snel na het uitbreken van de financiële crisis kochten centrale banken in de VS en het VK voor meer dan 20% van hun respectievelijk bbp aan overheidsobligaties om de financiële markten te stabiliseren. In de eurozone heeft deze ingreep jaren op zich laten wachten. De maatschappelijke tol was gigantisch.

Het lang aanmodderen in de eurozone was niet alleen een gevolg van het dilemma dat de ECB veilige activa moet kunnen garanderen én tegelijkertijd fiscaal vrijbuitersgedrag van individuele lidstaten moet voorkomen. Het vloeide ook voort uit het onvermogen van beleidsverantwoordelijken om de macro-economische dynamiek binnen een muntunie te onderkennen. De fixatie op begrotingsdiscipline binnen de Europese Monetaire Unie is binnen de consensusbenadering het eerder aangehaalde en logische complement van een onafhankelijke centrale bank. In de praktijk wordt er daarom gewerkt met strikte normen voor begrotingstekorten en staatsschuld (cf. criteria van Maastricht).

Die normen zijn niet alleen arbitrair en statisch. Ze doen ons ook vergeten dat er enkele macro-economische samenhangen meespelen binnen een muntunie (figuur 3 in het kaderstuk op pag. 8). Het begrotingstekort staat namelijk in een macro-economische relatie tot het binnenlands particuliere spaaroverschot en het saldo op de handelsbalans met het buitenland.³ Het is een boekhoudkundige onontkoombaarheid dat de som van deze

Merk op dat er onder MMT dus evenzeer een noodzaak is om cruciale beslissingen in handen te leggen van een politiek onafhankelijke instantie.

In periodes van financiële crisis of oorlog is het belangrijk dat een financieel systeem beroep kan doen op zijn monetaire soevereiniteit.

3 Mitchell et al., 2019; Van Overtveldt en Janssens, 2005.

grootheden gelijk is aan nul. Deze samenhang geldt voor alle economische systemen en is binnen de context van een muntunie bijzonder relevant.

Waar MMT veel meer aandacht besteedt aan deze onderlinge dynamische samenhangen, heeft de consensusbenadering geleid tot een zeer eenzijdige lezing van de eurocrisis. De Griekse tragedie is een schoolvoorbeeld van hoe het niet moet. Uiteraard is het bestaan van macro-economische identiteiten geen vrijgeleide om aan te modderen. Het is

Macro-economische samenhang

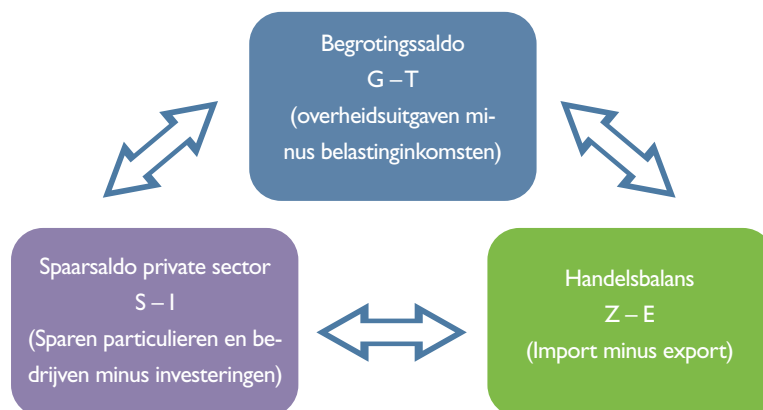
De consensusbenadering heeft vooral oog voor begrotingsnormen en dat maakt haar minder functioneel met het oog op het beoordelen van onevenwichtige situaties binnen een muntunie. Een aantal dynamieken spelen daarin een rol:

1. De eerste is dat landen met een begroting in evenwicht én een handelsoverschot, per definitie een binnenlands spaaroverschot boeken. Aangezien dit spaaroverschot niet in eigen land kan worden belegd, zoekt het een uitweg naar het buitenland. Die uitweg wordt per definitie gevonden in landen met een spaartekort. In de realiteit van een muntunie riskeren dit handelspartners te zijn met een tekort op de handelsbalans. En vaak zijn dit ook nog eens landen met een tekort op hun begroting, wat gepaard gaat met een nog groter tekort op de handelsbalans.
2. Tijdens de aanloop naar de financiële en eurocrisis zorgde deze dynamiek ervoor dat landen met spaartekorten en tekorten op hun lopende rekening – ironisch genoeg – binnen de muntunie hun begrotingstekorten goedkoop konden financieren. Zo ontstond voor Zuid-Europese landen een vicieuze cirkel. Er was namelijk nog een tweede macro-economische identiteit in het spel. De export van de ene, is de import van iemand anders. Het is moeilijk om binnen een muntunie alle landen tegelijk een exportoverschot te laten realiseren. Uiteraard kunnen leden van de muntunie positieve handelsbalansen realiseren met landen buiten de unie, maar door het wegvallen van handelsbarrières wordt vooral de interne handel gestimuleerd.

Figuur 3: Macro-economische samenhang.

Bron: *Inleiding tot de macro-economie*.

Het particuliere spaaroverschot, het begrotingssaldo en het handelssaldo tellen per definitie op tot nul.



Het begrotingssaldo ($G-T$) is gelijk aan het private spaarsaldo ($S-I$) plus het saldo op de lopende rekening ($Z-E$) met G =overheidsuitgaven, T =belastinginkomsten, S =spaarmiddelen private sector, I =investeringen private sector, Z =import, E =export.

evenmin een excuus om landen vrij te pleiten van hun verantwoordelijkheid. De Griekse tragedie heeft geleerd dat schulden moeten gebruikt worden om de toekomstige concurrentiekracht en het groeipotentieel van een land te verhogen. Dat neemt niet weg dat men minstens mag verwachten dat wetmatigheden en de eruit voortvloeiende dynamieken worden erkend, niet alleen tijdens onderhandelingen maar ook in het publieke discours. De huishoudelijke visie op staatsschuld laat weinig ruimte voor zo'n lezing.

Het niet erkennen van de wederzijdse afhankelijkheid van debiteur en crediteur ondermijnt bovendien de neutraliteit van de onderhandelingen alsook het draagvlak om harde maatregelen te nemen. De schuld van de ene (Zuid-Europa) is immers de belegging van iemand anders (Noord-Europa). Ook dat is een boekhoudkundige onontkoombaarheid die maar zelden werd erkend.

De schuld van de ene is de belegging van iemand anders.

6. Bredere lessen

Tot op vandaag blijft het een punt van discussie of MMT reeds concreet werd uitgeprobeerd in de realiteit. Tegenstanders van de theorie verwijzen naar de hyperinflatie in Latijns-Amerikaanse of Afrikaanse staten, waar geldpersen werden gebruikt om regeringen te voorzien van het nodige geld om te doen 'wat nodig werd geacht'. Deze episodes waren echter geen expliciete toepassingen van MMT. Het hierboven geschetste kader ontbrak volledig en er werd ook nooit naar gerefereerd.

6.1 Pandemische schok

Ook het gecoördineerde antwoord van centrale banken en fiscale autoriteiten op de pandemie is strikt genomen geen toepassing van MMT, maar het roept wel vragen op. Niet alleen door de omvang van de operaties, maar ook doordat men de indruk zou kunnen krijgen dat centrale banken hun onafhankelijkheid op het spel hebben gezet. Is MMT langs de achterdeur binnengeslopen? Dit botst niet alleen met de gangbare Europese visie op staatsschuld, maar ook met de Europese verdragen die gebaseerd zijn op die visie. Dit gegeven noopt daarom tot een herziening van het Stabiliteits- en Groeipact (Van 't Klooster, 2021). Het mandaat van de ECB zegt immers niets over de nieuwe keuzes die zich opdringen. Artikel 123 van het Verdrag zegt dat lidstaten bepaalde vormen van monetaire financiering kunnen definiëren, weliswaar na consultatie van het Europees Parlement. Men doet er goed aan om aan te geven wat wordt verstaan onder wenselijk en ongewenst gebruik van de geldpers. Zo niet, zou er verwarring kunnen ontstaan over het al of niet toepassen van MMT.

Er is nood aan een betere afstemming tussen monetair en budgettair beleid.

6.2 Investeringsvisie

Terugkijkend naar de gebeurtenissen van de voorbije twee decennia, met de eurocrisis op kop, dringt zich daarnaast een synthese op die ons brengt tot een betere afstemming tussen monetair en budgettair beleid. Ook deze beleidscoördinatie zou moeten worden verankerd in het institutioneel kader van de EMU. De focus ligt nu op het aan banden leggen van begrotingstekorten, maar de coördinatie met het monetaire beleid in functie van eventuele calamiteiten of crisissituaties is een belangrijke toevoeging die nog ontbreekt.

Het MMT-denkkader zet klimaattransitie voorop als een maatschappelijke doelstelling.

Dit vraagt om een investeringsvisie op staatsschuld. De Europese Commissie construeerde in 2015 een kader dat toelaat om begrotingsregels onder het stabiliteitspact meer flexibel te interpreteren, met name wanneer een deficit bijdraagt tot structurele hervormingen (European Council, 2016). Die hervormingen hebben ook betrekking op de twee andere saldi uit figuur 3 op pag. 8, het spaarvermogen en de handelsbalans (cf. EU Sixpack). Ook in IMF-kringen gaan steeds meer geluiden op om anders te kijken naar overheidstekorten en publieke schuld niveaus.

6.3 Klimaattransitie: doen wat nodig is?

Hoewel de 'Green New Deal' in de VS en de EU 'Green Deal' reeds een grote stap voorwaarts betekenen, blijft het huidige klimaatbeleid uitgaan van wat we als samenleving 'kunnen' doen. Een meer fundamentele denkoefening vertrekt van wat 'nodig is' in functie van het behalen van de doelstellingen van Parijs (cf. Thomas Rau op het ETION Forum 2020). Is de consensusbenadering met haar klassiek monetair denkkader opgewassen tegen die opdracht? Zal de ECB in de toekomst een mandaat krijgen om, bijvoorbeeld, groene obligaties op te kopen om de transitie te versnellen?

Het MMT-denkkader zet klimaattransitie voorop als een maatschappelijke doelstelling. Vertrekkende van die doelstelling kan worden bepaald wat 'nodig' is, zowel in termen van koolstofreductie als financiering. Het vermijden van toekomstige kosten is in die visie een investeringsopbrengst waarvoor vandaag schulden kunnen worden aangegaan. Immers, de kans is zeer groot dat de toekomstige maatschappelijke kosten om niets (of te weinig) te doen veel zwaarder doorwegen dan de huidige financiële kosten om iets (of te weinig) te doen.

7. Conclusies

De claim van MMT dat ze het algemeen belang beter zal dienen, moeten we sterk betwijfelen. Ondanks al haar tekortkomingen, daagt MMT ons wel uit om gevestigde denkbeelden in vraag te stellen en door een andere bril te kijken naar hedendaagse vraagstukken.

Terugkijkend naar het verleden leert MMT alvast dat de consensusbenadering meer oog moet hebben voor de macro-economische samenhang en de daaruit resulterende dynamieken binnen een monetaire unie. De schuld van de ene is per definitie de belegging van iemand anders. De connotatie van financiële schulden met morele schuld of verantwoordelijkheid is daarom niet altijd functioneel. Daarnaast is gebleken dat het weinig zin heeft om een monetaire versoepeling te combineren met budgettaire besparingen. Het heeft miljoenen mensen in Europa veel te lang in de miserie geduwd. Dat speelt populistische ideeën en partijen tot op vandaag in de kaart.

Veel van de reserves die we in hoofdstuk 4 bij de werking van MMT hebben gemaakt, gelden ook voor de huidige consensusbenadering. Wat weerhoudt het huidige beleid ervan om de principes van 'functionele financiering' nu reeds toe te passen? Is het een gebrek aan middelen of eerder een gebrek aan politieke daadkracht? Zou de beschikbaarheid van een geldpers automatisch leiden tot een betere invulling van het algemeen belang? Wat houdt politici in een land met een overheidsbeslag van meer dan 50% tegen? Is het niet eerder een gebrek aan visie dan een gebrek aan middelen dat een rem zet op een beter beleid?

De connotatie van financiële schulden met morele schuld of verantwoordelijkheid is niet altijd functioneel.

MMT riskeert met andere woorden evenzeer gebukt te gaan onder de tekortkomingen van democratische besluitvorming, waarbij de macht van belangengroepen en gevestigde waarden het beleid ervan weerhoudt om het maatschappelijk belang te stellen boven particuliere belangen. MMT daagt ons uit om het algemeen belang beter af te lijnen. De overheid is geen huishouden en kan schulden aangaan om te investeren. Maar dan moet beter worden gedefinieerd wat we daaronder verstaan. Ook de financiering van de klimaattransitie vergt een ruimer denkkader. Het is een investering in een verre en onzekere toekomst die moet vermijden dat we alleen maar doen wat we 'kunnen' en verzuimen te doen wat 'nodig is'.

MMT spreekt niet tegen dat de huidige inflatie-opstoot vraagt om een meer restrictief monetair en fiscaal beleid. Ze leert ons echter ook dat het rentewapen een bot instrument is om bepaalde structurele problemen aan te pakken zoals de aanbodproblemen in de logistieke ketens. MMT nodigt uit om te kijken naar de capaciteitsbenuttingsgraad van sectoren en segmenten alsook de concurrentiële aspecten. In sommige sectoren zijn prijsstijgingen eerder een gevolg van speculatie of overdreven marktmacht (Eeckhout, 2021). Net zoals ten tijde van de financiële crisis kan het monetair beleid vandaag niet op haar eentje verhelpen aan dat soort structurele tekortkomingen.

We moeten kunnen accepteren dat een pandemie, een oorlog,... gebeurtenissen zijn die ons overkomen en waartegen weinig kruid is gewassen. Er zijn voor dit soort voorvallen geen gemakkelijke of optimale oplossingen. Ook MMT heeft die niet. Er zijn geen beleids-opties die geen pijn doen. Er bestaan geen medicijnen zonder bijwerkingen. In dat opzicht is de huidige inflatie grotendeels onvermijdelijk en zeker geen vrijgeleide om een nieuwe eurocrisis uit te lokken. Dat zou, paradoxaal genoeg, het draagvlak voor alternatieve benaderingen, zoals MMT, alleen maar groter maken.

De vrees voor stagflatie zoals in de jaren 1970 en 1980 is niet van de lucht maar er zijn ook grote verschillen. We zijn vandaag niet alleen veel rijker, er is ook de veel sterkere en meer geïntegreerde Europese markt en de euro die bescherming biedt aan kleinere landen zoals België. Laten we ons niet van de wijs brengen door (Angelsaksisch getinte) pleidooien die in het verleden al meermaals hebben geprobeerd om het bestaan van de euro af te doen als een anomalie. Ondanks de huidige grote inflatieverschillen binnen de muntunie zullen landen vroeg of laat even hard worden getroffen. Uiteraard moet een land als België extra oppassen voor de effecten van de automatische loonindexering. Tegelijk moeten we beseffen dat we vooral nood hebben aan een sterker Europa, niet alleen op het vlak van defensie.

Tot slot, onze politici moeten niet alleen durven zeggen waar het op staat maar ook meer doen met de middelen die ze vandaag reeds hebben. Ze moeten aangeven waar we de komende jaren (decennia) naartoe gaan. Vandaag is er namelijk geen plan, laat staan een visie. Waarom zouden mensen niet gecharmeerd worden door MMT in een wereld waar beleidsmensen niet verder komen dan de waan van de dag? Misschien is dit nog wel de belangrijkste les die MMT ons kan bijbrengen.

We moeten kunnen accepteren dat een pandemie, een oorlog, ... gebeurtenissen zijn die ons overkomen en waartegen weinig kruid is gewassen.

Waarom zouden mensen niet gecharmeerd worden door MMT in een wereld waar beleidsmensen niet verder komen dan de waan van de dag?

Referenties

- BANERJI, A., DABLA-NORRIS, E., DUVAL, R., FURCERI, D. (2017). The Case for Fiscal Policy to Support Structural Reforms, IMFBlog, March 13. <https://blogs.imf.org/2017/03/13/the-case-for-fiscal-policy-to-support-structural-reforms/>
- BARTSCH, E., BOIVIN, J., HILDEBRAND, Ph. (2019). Dealing with the next downturn: from unconventional monetary policy to unprecedented policy coordination, SUERF Policy Note, 105.
- EHNTS, Dirk H. and HÖFGEN, Maurice (2020). Modern Monetary Theory and the Public Purpose, American Review of Political Economy June 28, Vol. 15, No. 1. <https://doi.org/10.38024/arpe.eh.6.28.20>.
- EECKHOUT, J. (2021). The Profit Paradox: How Thriving Firms Threaten the Future of Work. Princeton University Press.
- GHEBRIHIWET, N., VAN OVERBEEK, F., SLEIJPEN, O. (2021). MMT biedt geen oplossingen, ESB, 106 (4796), 15 april.
- KASONGO KASHAMA, M. (2020). An assessment of modern monetary theory, National Bank of Belgium, Economic Review, September.
- KELTON, S. (2017). How We Think About the Deficit Is Mostly Wrong, The New York Times, October 5.
- KLEINKNECHT, A. (2021). De alternatieve beleidsagenda van MMT, ESB 106 (4769), 15 april.
- LAVOIE, M. (2013). The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-Chartalism: A Friendly Critique." Journal of Economic Issues 47 (1): 1–32.
- LERNER, A. P. (1943). Functional Finance and the Federal Debt. Social Research, 10(1), 38–51. <http://www.jstor.org/stable/40981939>
- LONERGAN, Eric (2019). Modern monetary theory offers insights into the eurozone, Financial Times, Mai 23; <https://www.ft.com/content/97cdd71c-7d3e-11e9-81d2-f785092ab560>
- MASON, J.W., Jayadev, A. (2018). A Comparison of Monetary and Fiscal Policy Interaction Under 'Sound' and 'Functional' Finance Regimes, Metroeconomica 69 (2): 488–508.
- MAZZUCATO, M. (2018). The Value of Everything: Making and taking in the global economy, Allen Lane, London.
- MEYERS, H., MUYSKEN, J., VAN VEEN, T. (2020). Betere macro-economie met Moderne Monetaire Theorie. ESB, 105 (4791), 521–523. Mitchell, W., L.R. Wray en M. Watts (2019) Macroeconomics.
- MEYERS, H., MUYSKEN, J., VAN VEEN, T. (2021). De alternatieve beleidsagenda van MMT, ESB, 106 (4796), 15 april.
- MERTENS, B. (2022). Inflatie biedt unieke kans om energietransitie en ongelijkheid aan te pakken, ESB, 24 februari.
- MITCHELL, W.F., WRAY L.R., WATTS M. (2019), Macroeconomics, London, Red Globe Press
- MOSLER, W. (1995). Soft Currency Economics, West Palm Beach, FL: Self Published.
- VAN 'T KLOOSTER, J. (2021). Herontdekking van de geldpers vereist nieuwe visie op staatsschuld, ESB, 106 (4796), 15 april.
- VAN OVERTVELDT, J., JANSSENS, G. (2005). A Brave New World: De verzwegen waarheden rond de Belgische economie, Monografie, nr. 5, oktober, VKW-Metena.
- WRAY, L.R. (2015). Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems. Springer.



Geert Janssens

Auteur: Geert Janssens (hoofdeconoom ETION)
Eindredactie: Isabelle Verlinden
Vormgeving: Vicky Knaepen
Coverfoto: iStock by Getty Images
E-mail: geert.janssens@etion.be
Twitter: @jrgeert
Website: www.etion.be
V.U.: ETION Ledenwerking vzw