

# Lessen uit de moderne monetaire theorie

## *Een nieuwe economische politiek*

Straks, als het coronavirus onder controle is, komt er een moment dat de balans wordt opgemaakt van de staatsschulden en begrotingstekorten in Europa. Om te voorkomen dat dan net zulke desastreuze bezuinigingsrondes volgen als na de kredietcrisis van 2008, moeten we nu kiezen voor een andere economische politiek. Anders staat het keurslijf van door ‘Europa’ afgedwongen bezuinigingen economisch herstel wederom in de weg.

### **ARIE VAN DER HEK**

*Voormalig Tweede Kamerlid en Europarlementariër voor de PvdA; promoveerde in 2019 op een proefschrift over de opvattingen van Hjalmar Schacht<sup>1</sup>*

De Partij van de Arbeid bereidt zich voor op de verkiezingen voor de Tweede Kamer. Bestaanszekerheid is een van de hoofdthema's in de campagne. Wil ze overtuigend bepleiten dat de bestaanszekerheid van burgers bij haar in veilige handen is, dan zal de partij ook een heldere visie moeten hebben op de economische politiek die ze voorstaat.

Het is in dat licht een geluk dat een groep Amerikaanse economen alweer een aantal jaren bezig is om zo'n economische politiek gericht op bestaanszekerheid te ontwerpen. Een van de bekendste onder hen, Stephanie Kelton, is actief in de linkervleugel van de Democratische Partij. Ten tijde van het presidentschap van Barack Obama was Kelton hoofdeconoom van de begrotingscommissie van de Amerikaanse Senaat. Daarna adviseerde ze Bernie Sanders.

Kelton heeft de laatste tijd de aandacht getrokken met haar boek *The Deficit Myth. Modern Monetary Theory and How to Build a Better Economy*.<sup>2</sup> Zoals de titel al aangeeft, gaat het Kelton om meer dan een ontwerp van een nieuwe monetaire theorie. Het gaat haar om een economische politiek die, met inzet van de geldpolitiek en in combinatie met het budgettaire beleid van de overheid, ten dienste staat van de ontwikkeling en verdeling van de welvaart en die voldoet aan de norm van sociale rechtvaardigheid. Sociale rechtvaardigheid definieert ze daarbij breed. Zonder de inrichting van onze productie, distributie en consumptie en de wijze waarop deze worden gefinancierd te toetsen aan de eis van biodiversiteit en het tegengaan van klimaatbederf, zal aan de norm van sociale rechtvaardigheid

niet voldaan kunnen worden. Het werk van Kelton kan, zo betoog ik, als richtsnoer dienen voor een alternatieve economische politiek in Europa; een politiek waarbij lidstaten niet van 'bovenaf' door rigide richtlijnen gedwongen worden te bezuinigen op hun publieke voorzieningen, maar een politiek waarin een duurzame welvaartsontwikkeling centraal staat, gericht op een samenleving waarin de bestaanszekerheid van burgers gewaarborgd wordt.

### **Neoliberale visie op staat en economie**

De moderne monetaire theorie waar Kelton op voortbouwt, heeft een politiek-filosofische én een economisch-wetenschappelijke grondslag. De ontwerpers van de moderne monetaire theorie (MMT) zijn tot hun opvattingen gekomen na bestudering van het ontstaan van de nu gangbare financiële en monetaire systemen.<sup>3</sup> Ze hebben zich onder andere laten inspireren door Karl Polanyi's *The Great Transformation, The Political and Economic Origins of Our Time* uit 1944.<sup>4</sup> Wat de economisch-monetaire uitwerking betreft hebben ze dankbaar gebruikgemaakt van John Maynard Keynes' *Treatise on Money* uit 1930<sup>5</sup>, Abba Lerner's *Flation: not INflation of Prices, not DEflation of Jobs*<sup>6</sup> uit 1943 en Hyman Minsky's *Stabilizing an Unstable Economy* uit 1986.<sup>7</sup>

Volgens Polanyi is het financieel-monetaire systeem alleen levensvatbaar wanneer het geïntegreerd is in het maatschappelijk bestel en ten dienste staat van een humane, sociaal rechtvaardige samenleving met respect voor natuur en milieu. Polanyi keert zich in zijn beschouwingen tegen de opvatting dat het financieel-monetaire systeem moet worden geplaatst in een stelsel van vrijemarktwerking waar het is gevrijwaard van sturende overheidsinterventie.

Volgens de neoliberale opvatting waar Polanyi zich tegen afzet dient het financieel-monetaire systeem zich te onttrekken aan de invloed van de samenleving, tot uitdrukking komend in interventies in het marktmechanisme.<sup>8</sup> Interventies die het gevolg zijn van

besluitvorming van de democratisch gekozen parlementen. Historisch hebben de ontwerpers van deze neoliberale visie op staat en economie zich met name willen verzetten tegen de groeiende populariteit van de sociaal-democratie in de vorige eeuw.

Deze neoliberale kijk op de staat en de economie heeft school gemaakt en is nog steeds het beginsel waarop ook in Europa de financieel- en sociaaleconomische politiek

## Het verfoeide neoliberale Stabiliteits- en Groeipact moet komen te vervallen

is gebaseerd. Dat blijkt bijvoorbeeld uit het Europese Stabiliteits- en Groeipact (1997), dat voorschrijft dat het financieringstekort van een lidstaat maximaal 3% van het bruto binnenlands product mag zijn en de staatsschuld maximaal 60%.

Daarmee is het budgettaire beleid van de regeringen ondergeschikt aan de monetaire politiek van de muntunie. Eventuele tekorten en schulden van de overheden mogen een bepaalde grens niet overschrijden, willen ze de geld- en kapitaalmarkten niet zo beïnvloeden dat zij het monetaire beleid van de onafhankelijke Europese Centrale Bank doorkruisen.<sup>9</sup> Ons Europese financieel-monetaire systeem is – om de woorden van Polanyi te gebruiken – niet verankerd ('embedded') in een maatschappelijk bestel maar juist 'disembedded' en onafhankelijk gemaakt van de besluitvorming van de democratisch gekozen parlementen.

In de kredietcrisis van 2008 werd het Stabiliteits- en Groeipact noodgedwongen tijdelijk opzijgezet toen grootscheepse staatsinterventies plaatsvonden, zoals het deels nationaliseren van de banken en het beschikbaar stellen van financiële middelen om bankfaillissementen te voorkomen. Maar duidelijk was dat een

zo snel mogelijke terugkeer naar het ‘disembedded’ systeem het uitgangspunt was en dat de politieke besluitvorming van de lidstaten van de Europese muntunie zich al snel weer aan het rigide regime van het Stabiliteits- en Groeipact diende te conformeren.<sup>10</sup>

In Nederland en de andere lidstaten werd een stringente bezuinigingspolitiek ingezet om weer te voldoen aan de bepalingen van het pact, met draconische bezuinigingsmaatregelen tot gevolg, die de weg naar een spoedig economisch herstel afsneden. De bezuinigingsmaatregelen pakten zeer negatief uit voor de inkomens- en werkgelegenheidsontwikkeling in met name de zuidelijke lidstaten. Maar ook de lidstaten met een sterkere economie, zoals Nederland, kregen te maken met een gevoelige terugslag in hun welvaart.

De economieën van de economisch zwakere lidstaten waren nog lang niet hersteld van de crisis van 2008 toen vorig jaar de coronacrisis uitbrak en het openbare leven stil kwam te liggen. Nog steeds was de werkloosheid hier hoog: 17% in Griekenland in 2019, 14% in Spanje. Ook in 2020 en 2021 vinden er weer omvangrijke staatsinterventies plaats en opnieuw is het pact tijdelijk uitgeschakeld. Maar ook dit keer is slechts tijdelijk van de baan.

Als het coronavirus straks bedwongen is en het Stabiliteits- en Groeipact weer in werking treedt, dreigen wederom draconische bezuinigingen in de publieke uitgaven van de lidstaten. Een verdieping van de economische en sociale malaise in met name de zuidelijke landen zal het gevolg zijn, maar ook Nederland zal niet ontkomen aan nieuwe bezuinigingsrondes op de publieke uitgaven. De prangende vraag rijst of dit niet het moment is om definitief af te stappen van de neoliberale Europese economische politiek.

### ***De rol van de centrale bank en de overheidsbestedingen***

In het alternatief dat de moderne monetaire theorie biedt speelt de centrale bank een essentiële rol. Deze theorie staat in navolging

van Polanyi een ‘verankerd monetair en financieel-economisch stelsel’ voor. Dat is alleen mogelijk wanneer de uitgifte van het wettelijk toelaatbare betaalmiddel, de ‘munt’, en de wijze waarop deze in de geldomloop wordt gebracht, de exclusieve bevoegdheid zijn van de staat. Nadrukkelijk wijzen de ontwerpers van de MMT het concept van een onafhankelijke centrale bank van de hand. De centrale bank moet niet anders zijn dan de agent van de staat die op basis van de wetgeving voor de uitvoering zorgdraagt. De centrale bank is met andere woorden een verzelfstandigd bestuurslichaam geregeld door de staat.<sup>11</sup>

De moderne monetaire theorie spreekt daarom van de ‘monetaire soevereiniteit van de staat’. Daarvan is overigens geen sprake als deze soevereiniteit is overgedragen aan een Europees monetair en economisch politiek arrangement, zoals in de Europese Unie het geval is. In dit geval berust de monetaire soevereiniteit bij de Europese Centrale Bank. Ik kom hier nog op terug.

Wat de moderne monetaire theorie dus onderscheidt van de gangbare opvattingen over de monetaire en economische politiek, is de manier waarop de koppeling is geregeld van het bestedings- en financieringsbeleid van de staat aan de geldscheppende functie van de centrale bank. Volgens de MMT kan de staat haar bestedingen financieren met behulp van haar eigen geldscheppende centrale bank. Dit kan niet ongelimiteerd gebeuren, maar is aan voorwaarden gebonden. Dat zit als volgt in elkaar.

De koppeling van de overheidsfinanciering aan de geldscheppende functie van de centrale bank wordt bepaald door de conjunctuurpolitiek die als doel heeft de economische activiteiten te stimuleren dan wel af te remmen om het niveau van volledige werkgelegenheid te bereiken en vast te houden. Dat kan niet anders dan met het vermijden van inflatie of deflatie, dus prijsstabiliteit. Zou niet worden voldaan aan de voorwaarde van prijsstabiliteit, dan zou inflatie wijzen op een overspannen arbeidsmarkt en overbezetting van de

productiecapaciteit. In het geval van deflatie zou er sprake zijn van werkloosheid en onderbezetting van de productiecapaciteit. Dreigt overbezetting en onoplosbare krapte op de arbeidsmarkt, dan moet de rem op de overheidsbestedingen en de liquiditeitsschepping van de centrale bank gezet worden. Bij onderbezetting is het omgekeerde aan de orde. Dan is stimulering vereist door het opvoeren van de overheidsbestedingen en de liquiditeitschepping van de centrale bank.

Een dergelijke politiek impliceert dat prijsstabilisatie wordt bereikt. De kunst is deze combinatie zo te besturen dat de conjunctuure ontwikkeling inderdaad gestabiliseerd wordt op het niveau van volledige werkgelegenheid. Hiermee stelt de MMT een duidelijke limiet aan het bestedings- en financieringsbeleid van de staat en de geldschepping van de centrale bank.<sup>12</sup>

## De economieën van de zwakkere lidstaten waren nog lang niet hersteld van de crisis van 2008 toen de coronacrisis uitbrak

De ontwerpers van de MMT achten hun theorie superieur aan de klassieke conjunctuurtheorie, die een bepalende rol toebedeelt aan de werking van vraag en aanbod op de financiële markten en de daar optredende renteontwikkeling. In de klassieke theorie poogt een onafhankelijke centrale bank de conjunctuurontwikkeling te besturen met haar rentepolitiek.

De rente die de centrale bank in rekening brengt (debetrente) respectievelijk betaalt (creditrente) op door de banken opgenomen respectievelijk gedeponeerde liquiditeit wordt in deze opvatting gezien als het middel

bij uitstek om de liquiditeitsruimte van de financiële sector en dus van de omvang van hun kredietverlening te beïnvloeden. Hiermee wordt invloed uitgeoefend op de bedrijvigheid én de financieringsmogelijkheden van de overheid. De overheid onderscheidt zich in die redenering niet van bedrijven en huishoudens. De staat moet zich in tegenstelling tot de MMT voegen naar het beleid van de centrale bank.

### **Beleid gericht op volledige werkgelegenheid**

Kelton onderstreept bij herhaling dat de norm waaraan beleid op basis van de MMT moet voldoen het stabiliseren van de conjunctuur is op het niveau van volledige werkgelegenheid. Het stimuleren dan wel afremmen van de vraag en het aanbod van goederen en diensten en de daarmee gemoeide financiële consequenties vindt plaats met behulp van de overheidsbestedingen en de financiering hiervan met inschakeling van de liquiditeitsruimte die beschikbaar wordt gesteld door de centrale bank. De inzet van de staat én zijn centrale bank blijft de beoogde conjunctuurpolitiek.

In *The Deficit Myth* staat Kelton ook stil bij de functie van de belastingen en de tekortfinanciering via de kapitaalmarkt, dat wil zeggen de kredietverlenende banken en beleggers in staatsobligaties. In de moderne monetaire theorie is lastenverzwaring of -verlichting een middel om de inkomensvorming en -verdeling, de vermogensvorming en -verdeling, de investeringsomvang, de collectieve voorzieningen en de werkgelegenheid in de politiek gewenste richting te beïnvloeden. Daar hoort ook het milieubeleid bij.

Het is een misverstand, zo stelt Kelton, dat tekortfinanciering van de overheidsbestedingen de kredietruimte van de privésector beperkt en dat de staat op deze manier renteverhogingen in de hand zou werken, die de economische groei afremmen. Het misverstand in deze opvatting zit hem in de ontkenning van het feit dat overheidspolitiek die de economie stimuleert door haar bestedingen

op te voeren met behulp van het financieringstekort uitstekend werkt bij een onvoldoende bezetting van de productiecapaciteit en een ruim arbeidsaanbod.

De centrale bank neemt dan liquiditeitskrapte weg op de geld- en kapitaalmarkt, waardoor er van de gevreesde verdringing van de particuliere investeringen en overige bestedingen geen sprake is. Het tegendeel is het geval. In de geschetste conjuncturele fase zijn het juist de opgevoerde overheidsbestedingen, inclusief hun financiering, die de particuliere investeringen en overige bestedingen stimuleren. Is daarentegen sprake van een dreigende overbezetting van de productiecapaciteit en krapte op de arbeidsmarkt, dan zou – conform de MMT – een hieraan tegengestelde politiek gevoerd moeten worden.

In haar boek staat Kelton ook stil bij het probleem van werkloosheid die wordt veroorzaakt door fricties tussen vraag en aanbod op de arbeidsmarkt. Juist de overheid kan hier volgens haar met specifiek beleid het nodige aan doen, bijvoorbeeld door werklozen te bekwoorden om deel te nemen aan het arbeidsproces. Onbenutte productiecapaciteit door een tekort aan arbeidskrachten kan dan worden ingezet. Dienovereenkomstig worden de overheidsbestedingen vastgesteld. Dit is volgens haar een effectiever beleid dan alleen de liquiditeit in de geldomloop te manipuleren met behulp van de rentevoet door een onafhankelijke centrale bank waar de overheid zich naar moet schikken.

Kelton uit kritiek op het huidige beleid van de Fed, de centrale bank van de Verenigde Staten.<sup>13</sup> Sinds 1977 hanteert de Fed een inflatienorm van 2% die niet over- of onderschreden mag worden. Dreigt dat te gebeuren dan moet het bankkrediet duurder respectievelijk goedkoper gemaakt worden met behulp van een verhoging respectievelijk verlaging van liquiditeitsruimte inclusief de debet- en creditrente op de bankrekeningen bij de Fed. Daarmee wordt een afremming respectievelijk stimulering van de bestedingen beoogd totdat weer voldaan wordt aan de 2%-norm.

De Fed heeft nog een cijfermatige norm geïntroduceerd die haar in staat moet stellen tijdig na te gaan of een beweging van het prijsniveau naar meer of minder dan 2% aan de orde is. Die norm is een vooraf vastgesteld percentage werklozen op het totaal van de beroepsbevolking. Een lager percentage werklozen zou betekenen dat de inflatie waarschijnlijk boven de 2%-norm uitkomt. Preventief moet de Fed dan de rente verhogen. Het omgekeerde proces tekent zich af bij een hoger percentage werklozen.

Kelton wijst erop dat deze normen willekeurig zijn en dat ze niet vastgesteld kunnen worden volgens een empirisch geverifieerd wiskundig model. Daarvoor is het aantal variabelen die van invloed zijn op de prijsontwikkeling en de werkgelegenheid te talrijk en is hun relatie naar tijd en plaats niet constant. Afgezien daarvan is het gevolg van de Fed-benadering dat het handhaven van het prijsniveau op 2% inflatie van groter belang is dan het bereiken van volledige werkgelegenheid.

In plaats van zich te fixeren op een inflatiepercentage van 2%, zo betoogt Kelton, zou de Fed moeten vaststellen tegen welke rente staatsobligaties en schatkistpapier op de kapitaalmarkt worden geplaatst. Dat kan in vergelijking met de debetrente van de banken tegen een lagere rente door de zekerheid die de centrale bank biedt met betrekking tot de aflossingen en de rentebetalingen. Dat zit zo in elkaar. De verrekening van de inkomsten, uitgaven, schulden en vorderingen van de overheid vindt plaats via haar rekening bij de Fed. Deze kan meer liquiditeit inzetten mocht de rekening een tekort vertonen. Dit gebeurt in afstemming met het bestedingsbeleid van de staat met het bekende conjunctuurdoel als maatstaf. De Fed stelt dan tevens vast welke liquiditeitsruimte tegen welke rente zij aan de financiële sector biedt. Daarmee is het MMT-verhaal over het conjunctuurbeleid van de overheid en haar centrale bank financieel-technisch rond.<sup>14</sup>

Zoals eerder gezegd is daarbij de maatstaf of daarmee een conjuncturele ontwikkeling

wordt bereikt die leidt tot volledige werkgelegenheid met vermindering van inflatie of deflatie.

Het beleid van de staat en de centrale bank moet, aldus Kelton, draaien om het intelligent kalibreren met behulp van het MMT-beleidsinstrumentarium. Alleen op die manier is de kans reëel dat de norm van volledige werkgelegenheid in combinatie met prijsstabiliteit wordt gerealiseerd. Naar mijn oordeel is dat theoretisch een juist inzicht.

### **Risicogedrag financiële sector**

In de analyse van de werking van de moderne monetaire theorie vergeet Kelton niet te vermelden dat een destabiliserend effect ontstaat wanneer de inschatting van risico's door de banken bij hun kredietverlening en passiva-financiering tekortschiet.<sup>15</sup> Kelton wijst erop hoezeer dat het geval was bij het ontstaan van de kredietcrisis van 2008. In haar analyse gaat ze daar verder niet op in.

Zou de staat door zijn centrale bank op dit risico wel greep kunnen krijgen? De centrale bank kan wel degelijk enig inzicht hebben in het bancaire gedrag, omdat banken hun liquiditeitsoverschotten en -tekorten via hun rekeningen bij deze bank vereffenen. Het is evenwel de vraag of dat toereikend is. De bankencrisis van 2008 werd vooral veroorzaakt door de banken zelf. Zij namen deel aan de uiterst riskante praktijk hun debetposities ten gevolge van hun kredietverlening te bundelen en via een aparte constructie buiten hun balans te plaatsen als dekking van een obligatie die afgezet werd bij beleggers. Beleggers, die over ruime liquiditeit beschikten, gingen hierop in.

Zo voorzagen de banken zich van extra liquiditeit, waarmee ze hun debetposities konden uitbreiden. Het op touw gezette spel werd daarmee herhaald. Het was typisch voor een toestand die een sterk oplopende conjunctuur kenmerkte. De snelle expansie van de bancaire kredietverlening die mogelijk gemaakt werd door de genoemde constructie, versterkte het

tempo en het volume van goederen- en kapitaalmarkt. Een overspannen conjunctuur was onvermijdelijk.

Wanneer deze debetposities door een omslag in de geschetste opgeblazen kapitaalmarkten en goederenmarkten (denk aan de opgeblazen huizenmarkt met zijn ruimhartige hypothecaire financiering, die vervolgens instortte) leden onder waardevermindering dan zagen de obligatiehouders de waarde van hun papier verdampen. De bancaire constructies stortten in, wat leidde tot schade bij de banken. Banken, die zelf zulke obligaties in portefeuille hadden genomen en ook nog eens fors posities innamen op de markt van verhandelbare schadeverzekeringen op andere zulke obligaties, zagen zich verplicht de schade voor hun rekening te nemen. Ze kwamen zelf in de grootst mogelijke problemen. Hetzelfde deed zich voor bij verzekeringsmaatschappijen. Dit is één voorbeeld van onacceptabel risicogedrag. Er kwamen nog meer vergelijkbare financieringsconstructies op de markt. De bankencrisis was geboren tot schade van de economie.<sup>16</sup>

## **Als het Stabiliteits- en Groeipact straks weer in werking treedt, dreigen opnieuw draconische bezuinigingen**

Hebben de centrale banken daar inzicht in en zijn ze in staat tijdig in te grijpen? Dat is nog steeds niet het geval. Bij de ruimhartig verstrekte staatssteun aan de banken in 2008 is verzuimd de banken te dwingen zich zo te reorganiseren dat de geschetste risico's uitblijven. Alleen zo kan hun publieke financieringsfunctie in de economie niet meer in gevaar komen. Terecht komen er nu plei-

dooien om de grootbanken op te splitsen om daarmee hun publieke financieringsfunctie veilig te stellen.

De speculatieve en uiterst riskante spelletjes die gespeeld worden op de geld- en kapitaalmarkten dienen uit de banken verwijderd te worden.<sup>17</sup> Daarnaast moet prioriteit gegeven worden aan het organiseren van tijdig én effectief én preventief ingrijpen van de centrale bank. Banken zijn per slot van rekening niet anders dan door de overheid geregelde nutsbedrijven.

Een inspiratiebron voor de uitwerking van de benodigde regelgeving kan het wetsontwerp van PvdA-minister Lieftinck uit 1949 zijn. Dat wetsontwerp haalde de eindstreep overigens niet door tegenwerking van de toenmalige liberale en confessionele partijen.<sup>18</sup> Het is niet moeilijk met deze aanbevelingen de MMT uit te breiden. Sterker nog: dat is een noodzaak wil een nieuwe, op MMT geïnspireerde economische politiek succesvol zijn.

### **Rol van de Europese Centrale Bank**

Zoals opgemerkt hebben de afzonderlijke lidstaten van de Europese muntunie op dit moment geen monetaire soevereiniteit. Deze hebben ze overgedragen aan de Europese Centrale Bank. Relevant zijn daarom de regels met betrekking tot de ECB en het financieren van de bestedingen van de lidstaten, die zijn neergelegd in het Stabiliteits- en Groeipact.

De ECB heeft een onafhankelijke positie en moet met behulp van haar geldschepping en de daarmee gemoeide rentepolitiek aansturen op prijsstabiliteit. Zowel inflatie als deflatie moet worden vermeden. Net als de Fed hanteert de ECB een inflatienorm van 2%. De bezwaren die Kelton hiertegen heeft ingebracht gelden evenzeer voor de ECB.

Het bestedings- en financieringsbeleid van de regeringen van de eurolanden dient zich te voegen naar het beleid van de ECB. Wat betreft het financieringsbeleid van de overheden geeft het Stabiliteits- en Groeipact onberedeneerd de bekende normen voor het

toelaatbare financieringstekort (3%) en de overheidsschuld (60%). Zij gelden uniform voor alle lidstaten van de muntunie.

Het financieringsbeleid van de afzonderlijke regeringen is ondergeschikt aan de spelregels van de muntunie. Door de overdracht van de monetaire soevereiniteit door de lidstaten hebben zij niet meer de gelegenheid om zelfstandig, met inzet van hun geldscheppende centrale bank, de omvang en doelen van hun bestedingen en de wijze waarop ze gefinancierd worden te bepalen.<sup>19</sup>

Maar dat wil niet zeggen dat de muntunie niet anders ingericht kan worden, waarbij de ECB en de Eurogroep wel degelijk rekening houden met de specifieke toestand waarin elke lidstaat verkeert. Het is mogelijk ervoor te kiezen dat de bestedings- en financieringspolitiek van elke lidstaat afzonderlijk, gekoppeld aan het monetaire beleid van de ECB, ingrijpt in de financiële markten om zo de gewenste conjunctuurpolitieke doelstellingen te realiseren. Lidstaten zijn dan in grote mate in staat een eigen beleid te voeren, bijvoorbeeld wat betreft investeringen in onderwijs, zorg of verduurzaming. Het verfoeide neoliberale Stabiliteits- en Groeipact met zijn ongedifferentieerde normering van het financiële beleid van de regeringen moet dan komen te vervallen.

Het alternatief dat de moderne monetaire theorie voor de muntunie biedt kan het beste geschetst worden door eerst kort stil te staan bij het monetaire beleid van de ECB en in het bijzonder dat van de bancaire sector. Net als de Fed beschikt de ECB over een systeem om de geldhoeveelheid, die in omloop is via het bancaire systeem, te beïnvloeden. Daarvoor kan het betalingssysteem onder de naam *Target 2* dienen. De interbancaire liquiditeitsaldi worden afgewikkeld via de bankrekeningen bij de nationale centrale banken en hun rekeningen bij de ECB. Wanneer het gaat om kortstondige liquiditeitsoverschotten en -tekorten van de banken, dan is 'clearing' van dealdi door middel van dit systeem efficiënt.

Dat was anders bij het uitbreken van de kredietcrisis en schuldencrisis in 2008. De ban-

ken zagen hun negatieve saldo in het *Target 2*-betalingssysteem groeien. Wanneer dit niet zou zijn aangevuld met ECB-geldmiddelen, waartoe zij in staat is door haar vermogen om geld te scheppen, had het systeem droog gestaan. De bankencrisis was dan vrijwel zeker in een economische depressie ontaard, om de eenvoudige reden dat de banken niet over de liquiditeit hadden kunnen beschikken om hun kredietverlening voort te zetten. De ECB bracht liquiditeit in het bancaire systeem. Dat

## Volgens de MMT kan de staat haar bestedingen financieren met behulp van haar eigen geldscheppende centrale bank

werkte uiteraard door in de bancaire activa en passiva.<sup>20</sup> Dit kwam tot uitdrukking in het *Target 2*-rekeningstelsel met een versterkte liquiditeitspositie van de banken.

Daarmee was overigens het fundamentele probleem van de aanhoudende verschillen in liquiditeitsposities, veroorzaakt door economische structuurverschillen tussen de lidstaten van de muntunie, niet opgelost. Zij zouden in de jaren na 2008 toch tot een hardnekkige onbalans leiden in de liquiditeitsoverschotten en -tekorten tussen de bancaire rekeninghouders in het *Target 2*-systeem.<sup>21</sup>

Het is niet verbazingwekkend dat de liquiditeitstekorten vooral optraden in de lidstaten met een aanzienlijke schuld en een zeer zwakke kredietwaardigheid. Dit gevoegd bij de verplichting die deze regeringen opgelegd hadden gekregen om door bezuinigingen de middelen te vinden om de schuld te saneren, bracht de Europese lidstaten – vooral de economisch zwakken onder hen – in het gunstigste geval in een toestand van moeizaam economisch herstel. Dat was ook te merken

aan de verschillen in de schuldposities van de regeringen. Geheel tegen de bedoeling in bleef die in veel lidstaten – absoluut en als percentage van het bruto nationaal product – op een hoog niveau.

Let wel dat in het *Target 2*-systeem in tegenstelling tot wat in de MMT wordt bepleit de regeringen geen rekening hebben bij de ECB waarop tekorten en overschotten in hun liquiditeiten worden verrekend. In de huidige muntunie is geen mogelijkheid aanwezig om de overheidsbestedingen en hun financiering via de ECB af te wikkelen.

Zouden de lidstaten met hun ECB wel in staat zijn mutaties in de liquiditeitsposities van de lidstaten én de bancaire sector af te stemmen op wat vanuit conjunctuurpolitieke overwegingen vereist is, dan zou de situatie compleet anders zijn. Dan zouden de lidstaten met hun ECB in staat zijn de conjuncturele ontwikkeling over de hele linie effectief aan te sturen.<sup>22</sup>

### *MMT als alternatief*

Naar mijn mening biedt de moderne monetaire theorie op de hierboven geschetste manier een oplossing om de onevenwichtigheden binnen de huidige muntunie weg te werken en om beleid te voeren dat is gericht op volledige werkgelegenheid en dus op de bestaanszekerheid van burgers.<sup>23</sup>

Natuurlijk is het nog maar de vraag of de meerderheid in een parlementaire democratie bereid is de moderne monetaire theorie te omhelzen en zo toe te passen dat de overheidsbestedingen en hun financiering inderdaad in overeenstemming zijn met het gestelde conjunctuurdoel. De urgentie is echter groot: het voortbestaan van de Europese muntunie staat op het spel. De huidige spanningen tussen lidstaten vinden hun oorzaak vooral in de aanzienlijke economische structuurverschillen en politieke cultuurverschillen tussen de lidstaten. Om deze spanningen te laten afnemen, zou het helpen als er een Europees gefinancierd investeringsbeleid zou komen

om de economische structuurverschillen te minimaliseren.

De Europese Investeringsbank (EIB) zou daar gestalte aan kunnen geven. Het benodigde kapitaal hiervoor moet op de kapitaalmarkt gevonden worden. Ook dan is de rugdekking van de Europese Centrale Bank nodig. In de protocollen die behoren bij het Stabiliteits- en Groeipact is daar overigens in voorzien. Die regeling moet dus blijven.

Wat blijft staan, is de moeilijke kwestie hoe op democratische wijze te bepalen wat het monetaire en economische beleid van de lidstaten en hun muntunie moet zijn. Deze kwestie gaat bij de toepassing van de moderne monetaire theorie nog zwaarder wegen dan nu al het geval is, omdat daarin de aansturing van het monetaire beleid onder de parlementair-democratische besluitvorming valt. Er moet een combinatie gevonden worden van enerzijds de parlementair-democratische

aansturing binnen iedere lidstaat en van de standpunten die de regeringen in de Europese organen innemen, en anderzijds van de parlementair-democratische aansturing op Europees niveau.

Het ligt voor de hand de oplossing te zoeken in de richting van een institutionele vormgeving, waarbij het zwaartepunt van de beslissingsmacht ligt bij de lidstaten. Gelijktijdig is er een sterke behoefte aan Europese besluitvorming om een effectief functionerende muntunie – conform de MMT – veilig te stellen. Het hebben van een muntunie met een gemeenschappelijke monetaire politiek dwingt daartoe. De economische wetenschap kan hier geen oplossing bieden. Ze kan alleen aangeven dat hier belangrijke dilemma's liggen die om een oplossing vragen. Het zou goed zijn wanneer politicologen en staatsrecht deskundigen hun licht laten schijnen op het hier geschetste institutionele vraagstuk.

## Noten

- 1 Arie van der Hek. (2020). *Hjalmar Schacht, Präsident der Reichsbank zwischen zwei Weltkriegen*, Springer Gabler.
- 2 De economen die bijgedragen hebben aan de ontwikkeling van de MMT worden genoemd in: Stephanie Kelton. (2020). *The Deficit Myth, Modern Monetary Theory and How to Build a Better Economy*, Acknowledgments, pp. 265-267, John Murray.
- 3 Zie: L. Randall Wray. (1993) *The Origins of Money and the Development of the Modern Financial System*, Working Paper nr. 86, maart, Levy Economics Institute of Bard College and the University of Denver.
- 4 Karl Polanyi. (2001). *The Great Transformation, The Political and Economic Origins of Our Time*, Beacon Press, Unitarian Universalist Association of

Congregations. In deze uitgave staat een voorwoord van Joseph Stiglitz en een inleiding van Fred Block.

- 5 In de Duitse vertaling, John Maynard Keynes. (1932). *Vom Gelde*, Duncker und Humblot, München/Leipzig, pp. 3-5.
- 6 Abba P. Lerner. (1943). *Flation: not Inflation of Prices, not Deflation of Jobs*, Penguin Books.
- 7 Hyman P. Minsky. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press.
- 8 Het begrip neoliberalisme voor de opvatting van de vrije-marktwerking met uitsluiting van staatsinterventie wordt voor het eerst in de wetenschappelijke literatuur geïntroduceerd in: Ernst Ulrich Petersmann, 'International economic theory and international economic law: On the tasks of a legal theory of international economic order', in

R.St.J. Macdonald & Douglas M. Johnston (ed). (1983). *The structure and process of international law: essays in legal philosophy, doctrine and theory*, Den Haag, Martinus Nijhof, pp. 227-261: 237. Zie over het gedachtegoed: Alexander Rüstow. (1932). 'Freie Wirtschaft – starker Staat: Die staatspolitischen Voraussetzungen des wirtschaftlichen Liberalismus', *Schriften des Vereins für Sozialpolitik*, nr. 187.

- 9 Europese Commissie, *Legal basis of the Stability and Growth Pact*.
- 10 Zie de analyse en de historische beschrijving over het neoliberalisme in Quinn Slobodian. (2019). *Globalists. The End of Empire and the Birth of Neoliberalism*, Harvard University Press, Cambridge, MA/ Londen, pp. 9-13, 181-191.
- 11 Zie: L. Randall Wray. (2014). *Central Bank Independence:*

- Myth and Misunderstanding*, Levy Economic Institute of Bard College, Working Paper nr. 791. Stephanie Bell (de meisjesnaam van Stephanie Kelton). (2001). *The Role of the State and the Hierarchy of Money*, Cambridge Journal of Economics, 25, pp. 149-163.
- 12 Wim Boonstra, *Modern Monetary Theory*, Rabobank, 26 juli 2019, laat zien hoe lastig het blijktbaar is om de MMT op haar merites te beschouwen. Boonstra geeft een weergave van de in de MMT vervatte rol van de overheidsbestedingen en hun financiering die niet strookt met de feiten. Zie pp. 1, 2 en 3. Hij spreekt van een MMT waarin geld geen rol speelt. Ook in andere publicaties komt deze opvatting voor. Het is een hardnekkig misverstand.
- 13 Kelton, *The Deficit Myth*, pp. 49-56.
- 14 Kelton, *The Deficit Myth*, pp. 116-124 (rentebeleid), pp. 105-115 (transactiereeks).
- 15 Kelton, *The Deficit Myth*, pp. 54-59.
- 16 Voor een uitstekende analyse van deze praktijken zie Janet M. Tavakoli. (2008). *Structured Finance and Collateralized Debt Obligations*. John Wiley and Sons, Inc.
- 17 Zie het artikel in *Het Financieele Dagblad* van 25 januari 2021, pg. 25, van Klaas van Egmond, 'Financieel toezicht is in dit land mission impossible'.
- 18 Zie: Rob J. Schotsman. (1987). *De parlementaire behandeling van het monetaire beleid in Nederland sinds 1863*, Staatsuitgeverij, Den Haag.
- 19 Zie: Stephanie A. Kelton & L. Randall Wray. (2009). *Can Euroland Survive?*, Levy Economics Institute, Policy Brief nr. 106.
- 20 Later uitgebreid met de zogenoemde openmarktoperatie. De ECB kocht zonder meer waardepapier op en bracht zo liquiditeit in het systeem.
- 21 Zie het informatieve artikel in *Het Financieele Dagblad* van 22 september 2020 en de jaarverslagen van de ECB.
- 22 Deze analyse van de werking van de Europese muntunie wordt geboden door Kelton & Randall Wray. (2009). *Can Euroland Survive?*
- 23 De nu volgende beschouwing vertoont een opvallende gelijkenis met de opvattingen die Stephanie Kelton recent in een interview naar voren bracht. Zie *Die Zeit* van 9 december 2020, p. 65 in het Feuilleton-katern.