

Van SGP naar MMT?

Europa na het Stabiliteits- en Groeipact

De strikte fiscale regels waar de Europese Unie haar lidstaten aan onderwerpt staan ter discussie. Als we een toekomst willen voor Europa met voldoende werkgelegenheid, eerlijke banen en goede publieke voorzieningen zullen deze regels overboord moeten. De moderne monetaire theorie wordt de laatste tijd als alternatief model naar voren geschoven, maar een simpele oplossing voor de EU biedt deze niet.

DIRK BEZEMER

Hoogleraar economie van de internationale financiële ontwikkeling aan de Rijksuniversiteit Groningen

Het Stabiliteits- en Groeipact van de Europese Unie, dat normen geeft ten aanzien van tekorten en schulden die lidstaten van de Europese Unie mogen hebben, is vanwege de coronacrisis tijdelijk buiten werking gesteld.¹ Is het reëel of wenselijk dat we na de crisis weer terugkeren naar dit pact? De redactie verzocht mij deze vraag te bezien in het licht van de zogenoemde moderne monetaire theorie, die mag rekenen op een toenemende populariteit sinds het uitkomen van *The Deficit Myth* van Stephanie Kelton in 2020.

Eigenlijk is dat appels met peren vergelijken: het Stabiliteits- en Groeipact is geen theorie (maar een set fiscale normen) en de moderne monetaire theorie is niet voor de Europese Unie ontwikkeld. We kunnen de gedachten erachter echter wel naast elkaar zetten. Mijn antwoord op bovenstaande vraag zou dan stellig 'nee' zijn, maar ik denk niet dat de moderne monetaire theorie een goed alternatief biedt.

Het falen van het Stabiliteits- en Groeipact

Het oogmerk van het Stabiliteits- en Groeipact (SGP) uit 1997 is de fiscale inperking en gelijk-schakeling van de lidstaten van de Europese Unie in het kader van de Economische en Monetaire Unie (EMU). Alle 27 EU-lidstaten vallen onder de EMU en dus onder het Stabiliteits- en Groeipact, inclusief de 19 landen waar de euro gebruikt wordt.² Het Stabiliteits- en Groeipact schrijft een overheidstekort voor van maximaal 3% van het bbp en een staatsschuld van maximaal 60% – of een duidelijke beweging in die richting. Na de eurocrisis werden in 2011 de Stabiliteits- en Groeipact-regels aangescherpt in zes nieuwe regels (de 'six-pack'), waardoor de SGP-normen krachtiger afgedwongen konden worden bij de lidstaten.

Het Stabiliteits- en Groeipact maakt de budgettaire ruimte van lidstaten ondergeschikt aan het monetaire beleid van de Europese

Centrale Bank. Zo moet voorkomen worden dat een lidstaat te veel uitgeeft en daarmee de effectiviteit van het monetaire beleid schaadt. Onder de aangescherpte regels van het pact stagneerden de economieën van Frankrijk, Spanje, Italië en andere lidstaten, met een bruto binnenlands product en werkgelegenheid die nog steeds onder het niveau van 2008 liggen. Maar voor investeerders in financiële markten zijn de SGP-regels en lage inflatie wel heel prettig. In die zin is deze invulling van het monetaire en fiscale beleid een symptoom van de bredere omslag in economisch denken in de jaren tachtig en negentig ten gunste van de factor kapitaal (lage inflatie en lage rente) en ten nadele van de factor arbeid (hogere werkloosheid en lagere loongroei). Sociaal-democratische partijen hebben dit destijds onvoldoende onderkend.

De regels van het Stabiliteits- en Groeipact gaan vergezeld van minder formele – maar daarom niet minder dwingende – regels ten aanzien van de noodzaak van 'structurele hervormingen', economienjargon voor arbeidsmarktflexibilisering en loongroei-beperkingen. Ook hier zijn sociaal-democratische partijen helaas in meegegaan. Deze regels worden beargumenteerd vanuit de theorie van optimale valutagebieden. Met een gezamenlijke munt verliezen staten twee instrumenten om zich aan te passen aan veranderende omstandigheden ('schokken' in jargon): de (beleids)rente van de centrale bank en de wisselkoers. Beide werden voor alle landen binnen de muntunie gelijk. Het probleem is groter naarmate landen meer van elkaar verschillen in economische structuur – wat betreft exportgerichtheid, investeringsintensiteit, behoefte aan externe financiering en dergelijke.

De Europese economieën die in 1998 de muntunie vormden, waren zeer verschillend en de euro verergerde dat. De gekozen wisselkoers betekende een onderwaardering voor (bijvoorbeeld) Duitsland en Nederland, waardoor de lopende-rekeningoverschotten er fors toenamen na de introductie van de euro (in

Nederland van rond 6% tot rond 10% van het bbp). De euro was overgewaardeerd voor (bijvoorbeeld) Italië, Spanje, Portugal en Griekenland, hetgeen daar tot een verslechtering van de lopende-rekeningbalans leidde.

Dergelijke tekorten en overschotten op de lopende rekeningen brengen in theorie aanpassingsmechanismen op gang in de vorm van de verschuiving van arbeid (migratie) en/of financieel kapitaal (kapitaalstromen of fiscale overdrachten). Arbeidsmigratie vermindert tekorten, financieel kapitaal financiert de tekorten op korte termijn en faciliteert (zo is de hoop) op langere termijn investeringen in tekortgebieden, zodat zij meer kunnen exporteren. In de praktijk was de bijdrage van arbeidsmigratie verwaarloosbaar vanwege de beperkte arbeidsmobiliteit binnen Europa. Geldstromen moesten dus de tekorten opvangen.

De vraag was vooral hoe het geld zou gaan stromen: als overdrachten, als gezamenlijke leningen of als investeringen en leningen van de individuele landen? De politiek verbood het eerste³ (afgezien van het Cohesiefonds, dat te klein was) en de euroregels (artikel 123 van het Verdrag van Lissabon) verboden het tweede⁴, zodat het laatste gebeurde. Een bubbel en de eurocrisis waren het gevolg.

Wisselkoersen kunnen niet meer aangepast worden aan stijgende kosten, dus continue beperking van arbeidskosten en overheidsuitgaven (via het pact) moet verzekeren dat prijsniveaus binnen de eurozone niet te veel uiteenlopen, zodat ook de lopende rekeningen in evenwicht blijven. Dit is blijkbaar de manier waarop de eurolanden op elkaar moeten gaan lijken: overgeleverd aan de financiering van de private markten, met lage lonen en schriepelijk gefinancierde publieke sectoren.

Veelgehoorde kritiekpunten op het Stabiliteits- en Groeipact zijn dat hiermee het monetaire beleid buiten de democratische checks en balances geplaatst wordt én dat de scheiding tussen monetair en fiscaal beleid – de taakverdeling van centrale banken die

inflatiedoelen nastreven en regeringen die werkgelegenheid en groei nastreven – niet vol te houden is.

Je hebt de moderne monetaire theorie (MMT) niet nodig om te begrijpen dat de logica en uitvoering van het Stabiliteits- en Groeipact en van de structurele hervormingsagenda rammelt.⁵ Het idee is dat Portugal en Spanje, met gemiddelde uurlonen van respectievelijk € 14,60 en € 21,80, concurrerender moeten worden door loonverlaging en dus lagere kosten ten opzichte van Duitsland en Nederland, die gemiddelde uurlonen hebben van respectievelijk € 35,60 en € 36,40.⁶ Zou loonmatiging in Portugal echt helpen als de lonen er al bijna twee derde lager zijn dan in Nederland?

Een koerswending is nodig: we moeten van de ordoliberalere inbedding van het europroject af

Er is in dit economisch model steeds maar angst voor een 'te veel': te veel inflatie, te hoge overheidstekorten, te hoge staatsschulden, te veel importen. Er is geen notie dat deflatie ook een probleem is, dat te weinig overheidsbestedingen de ontwikkeling van de economie schaden en dat importen door de overschotlanden nodig zijn om een grotere onbalans te voorkomen. Er zijn normen voor te hoge tekorten en schulden, niet voor te lage.⁷

Meer specifiek was het Stabiliteits- en Groeipact een uitbreiding van het Duitse (en ook Nederlandse) model van exportkracht door loonmatiging, inperking van overheidsuitgaven en wantrouwen tegenover overheid en regulering. Nederland kreeg er een doorgeslagen flexibilisering van de arbeidsmarkt door (volgens het rapport-Borstlap⁸), een

sterk achterblijvende loongroei⁹ en financiële noodsituaties in vrijwel de gehele publieke sector en in de gemeentelijke financiën.¹⁰

Nog afgezien van de schade aan de Nederlandse maatschappij: met zo'n inperking van de binnenlandse effectieve vraag wordt het voor andere eurolanden wel heel moeilijk om een exportsector te ontwikkelen. Tegenover kleinere tekorten moeten ook kleine overschotten staan, en niet iedereen kan exporteur zijn.¹¹ Het *one size fits all*-karakter van de 3%- en 6%-regels is al even twijfelachtig. De oorzaken van de staatsschulden van België en Italië, hoewel van vergelijkbare relatieve omvang, lopen sterk uiteen, ze vragen verschillende beleidsreacties en ze zijn niet allebei even problematisch.¹²

Blind vertrouwen in financiële markten

Een ander probleem is dat het wantrouwen ten opzicht van loongroei en overheden zijn pendant vindt in een blind vertrouwen in financiële markten. Dat private schuld een kredietcrisis kan veroorzaken, en dat kapitaalstromen en niet arbeidskosten de oorzaak van lopende-rekeningtekorten kunnen zijn, is een blinde vlek onder beleidsmakers en veel economen. Dit werd de euro in de kredietcrisis bijna fataal.

De staatsschuld van Ierland en Spanje lag vóór de kredietcrisis rond 20% respectievelijk 40% van het bbp, en toch moesten ze 'gered' worden door Europese steun omdat de staatsschuld te ver opgelopen was. De reden was dat zij door de kredietcrisis hun banken hadden moeten redden en de recessie moesten bestrijden. Kapitaalstromen die bubbels op de vastgoedmarkten veroorzaakten en investeringen in Amerikaanse hypotheekproducten brachten de grote banken aan de rand van de financiële afgrond (en veel kleine banken erin), en daarmee deze landen.

De kredietstromen van de sterke Noord-Europese banken en markten naar de onderontwikkelde Zuid-Europese financiële markten financierden de lopende-rekeningtekorten

in de ‘zuidelijke’ lidstaten. In de eerste jaren van de euro, toen de wereld een kredietboom beleefde, was die financiering geen probleem. Het gevolg was dat de private schulden enorm opliepen, en in een enkel land (met name Griekenland en Italië) ook de overheidsschuld.

Toen de kapitaalstromen in de kredietcrisis stilvielen bleek hoezeer het europroject zich had uitgeleverd aan de financiële markten in het algemeen en de internationale banken in het bijzonder. Overheden in Griekenland, Italië, Ierland, Portugal en Spanje konden zich nauwelijks meer financieren omdat investeerders hogere rentes op hun staatsobligaties eisten dan op die van Nederland of Duitsland. Een euro in Frankfurt werd de facto hoger gewaardeerd dan een euro in Athene, zodat kapitaal naar het ‘noorden’ stroomde. De integriteit van de eurozone wankelde en kon slechts gered worden door de ‘whatever it takes’ uitspraak van ECB-voorzitter Mario Draghi in 2012.¹³

De ECB beloofde daarmee om reeds uitgegeven staatsobligaties van lidstaten op te kopen, zodat de rente weer daalde. Zolang de private markten vrijelijk financiering hadden verschaft kon de fictie volgehouden worden dat centrale banken geen ‘market maker of last resort’ (liquiditeitsverschaffer in laatste instantie) hoeven te zijn – tot aan de eerste gelegenheid dat het erop aankwam, toen die ‘last resort’ zich daadwerkelijk voordeed.

Er was bij de opstellers van het Stabieliteits- en Groeipact geen enkel besef van de gevaren van ongebreidelde groei van de private schuld, die bubbels in consumptie en vastgoed veroorzaakten en die uitmondten in de kredietcrisis (2007) en de eurocrisis (2010-2012) die erop volgde. Het gaat allemaal alleen maar over staatschuld. Nog steeds is in het Stabieliteits- en Groeipact geen regel opgenomen waarin wordt bepaald dat de private schuld niet hoger dan 100% van het bbp mag zijn, hoewel daarboven aantoonbaar zowel stabiliteit als groei te lijden krijgt.¹⁴

Het is moeilijk – eigenlijk onmogelijk – om die collectieve blinde vlek ten aanzien van

financiële markten, en dat twintig jaar lang, niet in verband te brengen met de overweldigende lobbykracht van de financiële sector in Brussel en Frankfurt.¹⁵ En ook nu nog is dat vertrouwen in de financiële markten sterk, zoals blijkt uit de plannen om een kapitaalmarktunie op te tuigen, zodat kapitaalstromen – waaronder gesecuritiseerde leningen – binnen Europa vrijer kunnen bewegen.¹⁶

Europa verdient beter

Het groeisucces van exportlanden zoals Duitsland en Nederland was mogelijk door de ondergewaardeerde euro en door ‘interne devaluatie’ (achterblijvende loongroei) die de tekorten in de rest van Europa verergerden, waardoor ook daar de loongroei moest worden ingedamd. In combinatie met de draconische bezuinigingen tijdens en na de eurocrisis ontstond chronische werkloosheid (een schending van artikel 3 van het Verdrag betreffende de Europese Unie uit 1992¹⁷) en een situatie waarin een te groot deel van de bevolking niet deelde in de groei, zeker niet in het afgelopen decennium. Dit vertaalde zich in politieke fragmentatie en polarisatie en in nieuwe protestbewegingen tegen de groeiende ongelijkheid, die vaak ‘populisme’ genoemd worden. Het Stabieliteits- en Groeipact had dus ook hoge politieke kosten.

Ook in de overschotlanden loopt men tegen de fouten van het pact aan. Er is daar grote angst voor een ‘transferunie’, maar juist die werd onvermijdelijk door de groeiende schulden in tekortlanden: toen het daar misging moest de ECB bijspringen, wat neerkomt op hulp van ‘Noord’ aan ‘Zuid’. Er vloeit juist vanwege die groeiende schuld in de tekortlanden geld naar de overschotlanden, waar de rente dus gedrukt wordt – met als gevolg problemen in het financieel systeem en lage rendementen voor (pensioen)spaarders. Dit geld zou productief ingezet kunnen worden binnen de eurozone, maar niet binnen het SGP-raamwerk dat dit verhindert. Intussen wordt iedereen – Noord en Zuid – steeds

ongelukkiger met de inrichting van de euro. Het is dus te hopen dat het Stabiteits- en Groeipact niet tijdelijk maar definitief buiten werking gesteld is. Europa verdient beter.

MMT: geld speelt geen rol

Tegen deze achtergrond is het begrijpelijk dat al vóór ‘corona’ de roep klonk om een alternatieve fiscaal-monetaire benadering — maar welke? Zeker na het uitkomen van *The Deficit Myth* van Stephanie Kelton in juni 2020 wordt ‘MTT’ breed besproken als een mogelijk alternatief voor huidige theorieën en beleid. De intellectuele achtergrond van MMT is het

Wie samen één munt heeft kan niet om de kwestie van een gezamenlijk fiscaal beleid heen

‘chartalisme’, een geldtheorie die benadrukt dat geld waarde heeft omdat het een belofte tot betaling van de staat is (‘promise to pay’, staat er nog steeds op Britse geldbiljetten).

Geeft de overheid zo’n schuldbekentenis uit, dan kan zij zelf ook de vraag ernaar creëren door belasting te heffen, aldus MMT. Door belastingheffing krijgt geld dus zijn waarde en zolang er een goed functionerende staat is die dit doet, verliest het geld zijn waarde niet.¹⁸ ‘Money is a creature of the state’, zoals proto-MMT’er Abba Lerner stelde.¹⁹ Hieruit volgt volgens de MMT dat de overheid de geldhoeveelheid kan beheren en ermee kan doen wat nodig is.

Nieuw geld in de economie kan in theorie ontstaan op drie manieren. Private banken kunnen leningen uitgeven en zo elektronisch geld creëren; dit is het overgrote deel van de huidige geldhoeveelheid. Ten tweede kan de

centrale bank munten en biljetten uitgeven via de commerciële banken. Ten derde kan de rijksoverheid meer spenderen aan overheidsuitgaven en -investeringen dan ze ophaalt middels belastingen. Het verschil kan monetair worden gefinancierd, door obligaties aan de centrale bank te verkopen die in ruil het saldo van de rijksoverheid bij huisbankier ING verhoogt. Overheidsuitgaven kunnen ook gefinancierd worden door de verkoop van obligaties aan private partijen. In dat laatste geval is er geen netto toename van de geldhoeveelheid.²⁰

In MMT speelt geldcreatie door banken geen analytische rol van betekenis, en wordt geldcreatie door de rijksoverheid en de centrale bank ineengeschoven; beide zijn immers deel zijn van de overheid (de staat). De centrale bank kan, in MMT, gereduceerd worden tot één bureau op het ministerie van Financiën. Daar worden overheidsobligaties ingenomen en wordt geld op de rekening van de overheid gecreëerd. De centrale bank hoeft ook niet onafhankelijk te zijn; waarom zou de democratisch verkozen minister van Financiën minder te vertrouwen zijn dan de president van de Centrale Bank?

Volgens MMT kan de staat naar believen de geldhoeveelheid vergroten door geld te ‘injecteren’ in de economie middels monetaire financiering. Belastingheffing is niet nodig om uitgaven te financieren. De rol van belastingen is dat de staat zo een teveel aan geld uit de economie kan verwijderen. Monetair beleid is daarmee eigenlijk overbodig; de geldhoeveelheid wordt fiscaal beheerst. De banken zijn niet nodig voor geldcreatie en financiële markten niet voor het financieren van overheidsbestedingen — waarom zou de staat het geld dat hij zelf kan creëren moeten lenen van private partijen? De beleidsrente kan permanent op nul gezet worden; ze dient geen doel.²¹

MMT’ers zijn zeer beducht voor werkloosheid, als een verspilling van menselijk talent en als vorm van maatschappelijke uitsluiting. Het doel van het fiscaal-monetair beleid moet daarom volledige werkgelegenheid zijn. Volledige werkgelegenheid is altijd mogelijk, om-

dat er altijd nuttig werk te doen is. Voor zover dit werk niet voldoende in private bedrijven georganiseerd wordt, zoals tijdens een neergang in de conjunctuur, kan de overheid dat in de publieke sector doen.

Iedereen die kan en wil werken, heeft zo werk. Dit is het idee van 'job guarantee' van Hyman Minsky, een van de inspiratoren van MMT.²² De baangarantie werkt als een 'automatische stabilisator' van de economie, net als de (andere) overheidsbestedingen dat kunnen zijn. Bovendien kan de overheid door het loon in de baangarantie-banen vast te stellen een bodem leggen onder het loonniveau en andere arbeidsvoorwaarden en de effectieve vraag in stand houden. Er is ook nooit een 'leger van werklozen' dat de lonen drukt; de factor arbeid heeft zo een uitstekende onderhandelingspositie.

Het Stabiliteits- en Groeipact moet van de baan, maar de moderne monetaire theorie biedt geen goed alternatief hiervoor

Er zijn geen grenzen aan de creatie van geld door de overheid anders dan inflatie. Inflatie wordt gezien als veroorzaakt door (de dreiging van) volledige bezetting van de productiefactoren. In dat geval kan de overheid door het verhogen van belastingen of het verlagen van de uitgaven (en dus vermindering van de geldhoeveelheid) de inflatiedruk verminderen. Speculatie en bubbels op vermogensmarkten kunnen voorkomen worden door overheidsbestedingen te verleggen indien er signalen van instabiliteit in – bijvoorbeeld – de vastgoedmarkt ontstaan.

Over de staatsschuld hoeft niemand zich zorgen te maken; een overheid die haar eigen

geld creëert, kan altijd de rente en aflossing betalen. 'Hier is geen geld voor', is iets dat MMT'ers daarom nooit meer willen horen, zolang er geen inflatie is. De echte vraag is niet of er geld is, maar welke reële doelen we met elkaar willen bereiken. Geld speelt geen rol.

MMT in Europa?

Deze korte schets van MMT maakt duidelijk dat zij in alles het tegendeel is van de theorie achter het Stabiliteits- en Groeipact. Fiscaal beleid, niet monetair beleid is dominant. Overheidsuitgaven en lonen zorgen voor oplossingen, niet voor bedreigingen. Het beleid is niet gericht op het bespelen van de financiële markten; die worden irrelevant. Werkgelegenheid is de doelvariabele en inflatie een randvoorwaarde. Prijsstabiliteit is altijd te bereiken door controle over de geldhoeveelheid. Iedere recessie is op te lossen door voldoende overheidsbestedingen. De centrale bank is niet onafhankelijk, maar voluit deel van de overheid.

Het is een welkom tegenwicht tegen de eenzijdige visie die uit het Stabiliteits- en Groeipact spreekt. MMT is in die zin ook een terugkeer van inzichten die verloren zijn gegaan in het extreme vrijemarktdenken van de jaren negentig en tweeduizend. Een eerdere generatie Europese leiders en economen begreep heel goed dat de staat met zijn uitgaven de economie ondersteunt en werkgelegenheid schept. Tot en met de jaren tachtig was dit gemeengoed. Blijkbaar hebben we MMT nodig om ons daaraan te herinneren, nu het neoliberalisme ons ontgoocheld achterlaat.

Het huidige coronabeleid maakt duidelijk dat de overheid inderdaad de mogelijkheid heeft de geldhoeveelheid snel en drastisch te verruimen. Van maart tot oktober 2020 werd de geldhoeveelheid in de eurozone verruimd van € 13,4 biljoen naar € 14,3 biljoen, een ongekende groei van 7% in acht maanden tijd. In de Verenigde Staten was de geldtoename zelfs 24%.²³ De overheid bleek ook in staat op grote schaal salarissen te betalen. Het was een

krachtige uiting van het soort beleid dat MMT voorstaat. Maar permanent MMT-beleid is niet mogelijk en lijkt ook niet raadzaam.

De belangrijkste tekorten van MMT zijn dat deze theorie instituties en financiële markten veronachtzaamt en geen aandacht heeft voor de politieke economie.²⁴ Ten eerste is een politiek gebaseerd op MMT niet erg realistisch. Belastingen kunnen niet naar believen en op korte termijn variëren; veranderingen in de belastingvoet zijn altijd omstreden en vergen langdurige procedures, als ze al lukken (zie Macrons in 2018 gesneuvelde benzineheffing).

Het tijdig finetunen van de geldhoeveelheid via belastingen door politici (die altijd een volgende verkiezing aan zien komen) lijkt daarom uitgesloten. Als de centrale bank ondergeschikt is aan gekozen politici, zullen bovendien verlagingen sneller plaatsvinden dan verhogingen en zal het netto-effect dus makkelijk een lange-termijngroei van de geldhoeveelheid en de vraag, en dus ook van inflatie zijn – met het gevaar dat inflatieverwachtingen tot een opwaartse spiraal leiden.

Ten tweede hebben de individuele eurolanden geen eigen munt (een voorwaarde voor de relevantie van MMT). De eurozone heeft die, maar dat is geen politieke eenheid en dus ook geen fiscale eenheid. Belastingen aanpassen als vorm van monetair beleid (om de geldhoeveelheid te reguleren) is in de huidige omstandigheden niet mogelijk in de eurozone. Er is geen euroregering die dat kan doen (de Ecofin en de eurogroep lijken daar nog het meest op). De belangrijkste actor in MMT is dus afwezig in de eurozone.

Ten derde, en hiermee samenhangend, is MMT geen antwoord op de dynamiek die de eurozone ontwricht. Ook dit valt MMT niet te verwijten; het is een theorie die over landen, niet over muntunies gaat. Private investeerders doen kapitaal binnen Europa stromen, en dit creëert (of in ieder geval: draagt sterk bij aan) tekorten en overschotten op de lopende rekening. Zelfs indien er een euroregering was, en zelfs indien die de geldhoeveelheid zou kunnen bepalen (*quod non*), dan nog heeft

ze geen controle over de *verdeling* van het geld. En die verdeling is het probleem.

In goede tijden stroomt het geld naar de tekortlanden en het drijft er de tekorten, de schulden en de vermogensprijzen op. In slechte tijden stroomt het in omgekeerde richting, met achterlating van schulden. Internationale private geldstromen van en naar niet-eurozonelanden zullen bovendien de wisselkoers beïnvloeden. Ook dit is een beperking op de macht van de staat om zoveel geld te creëren als ze wil die in MMT niet wordt onderkend.

Over al deze problemen zwijgt de moderne monetaire theorie. Dat is uiteraard geen argument tegen de zaken waarover ze niet zwijgt, maar wel een drastische beperking van de relevantie van MMT voor de eurozone. Een veelgehoorde tegenwerping is dat dit een probleem voor Europa is, niet voor MMT. Het MMT-perspectief wordt dan gebruikt om de huidige inrichting van de EMU te bekritisieren. Maar dat kan ook prima zonder MMT.

Ten vierde speelt geldschepping door banken geen rol in MMT. De staat creëert geld en bepaalt de geldhoeveelheid. Maar geldschepping door banken en hun klanten is ‘endo-geen’: geld wordt in de regel niet van buitenaf in de economie ‘geïnjecteerd’. Dat geldt ook voor de ‘corona-injecties’ in 2020.

Banken en hun klanten (bedrijven en huishoudens) moeten beide geld op de balans willen hebben. Zo niet, dan zal geldcreatie door de staat gebruikt worden voor het afbetalen van leningen of het investeren in financiële vermogenstitels en vastgoed. Er is dus geen garantie dat meer geld ook meer economische activiteit, en dus werkgelegenheid, teweegbrengt, zoals in MMT aangenomen wordt.

Ten vijfde kan de groei van overheidsschuld wel degelijk beperkingen aan het functioneren van de overheid opleggen. Tegenwicht tegen de doorgeschoten ‘staatsschuld is slecht’-ideeën in het Stabiliteits- en Groeipact is welkom, maar het andere uiterste opzoeken – ‘staatsschuld doet er niet toe’ – helpt niet. MMT heeft alleen aandacht voor inflatie als mogelijk probleem of beperking op de be-

leidsvrijheid, niet voor renteontwikkelingen. Zo moet de bbp-groei wel boven de marktrente blijven.²⁵ Dit is relevant, want de centrale bank kan wel de korte rente maar niet de lange rente controleren. Als de overheid meer geld creëert dan investeerders vertrouwen, gaat de lange rente stijgen en krimpt de markt voor staatsobligaties. Dat dwingt de overheid tot monetaire financiering, maar daarmee is niet alles opgelost.

Het mogelijk (deels) wegvallen van staatsobligaties als liquide vermogenstitels in private markten is een probleem, omdat staatsobligaties de belangrijkste 'safe asset' zijn. Ze fungeren als onderpand bij de meeste repo-transacties, die het smeermiddel van de financiële markten zijn.²⁶ Banken kunnen zo veel risico's managen in repo-transacties waarbij staatsobligaties onderpand zijn. Zonder dit zou er geen 'shadow banking' zijn en niet zulke goedkope kredietverlening. MMT heeft die markten niet nodig en ziet ze dus niet als een probleem. Zijn deze markten in praktijk wel nodig, dan heeft MMT een probleem. De afnemende kredietverstreking door het wegvallen van de markt voor staatsobligaties zou de rente op private kredietmarkten kunnen doen stijgen, en daarmee investeringen doen afnemen. MMT-beleid kan hier tegenin gaan door meer overheidsinvesteringen; het punt is dat de effectiviteit ervan beperkt kan worden door de tegelijk afnemende private investeringen. Kortom: financiële markten doen ertoe.

Ten zesde werkt inflatie anders dan voorgesteld in MMT. Er is niet pas inflatie bij (bijna) volledige bezetting van productiefactoren; inflatie ontstaat als er te veel geld in handen van consumenten komt ten opzicht van het aanbod van de producten die zij consumeren. Dit gebeurt voor sommige groepen consumenten en groepen producten snel en voor andere niet.

Ook bij onvolledige bezetting van productiefactoren kunnen er zo inflatie-*bottlenecks* ontstaan. Al vóór volledige werkgelegenheid bereikt is, moet dan ingegrepen worden – dus kan MMT volledige werkgelegenheid niet

garanderen, wat ze wel doet. Inflatie ontstaat ook sneller als lonen gaan stijgen of als bedrijven en huishoudens minder gaan sparen en dus meer uitgeven (dalende liquiditeitspreferentie). Ook dan moet ingegrepen worden. Onduidelijk is hoe in een MMT-economie deze factoren beheerst worden.

Als inflatie niet voorkomen kan worden (of alleen ten koste van werkgelegenheid), dan kan ook de reële rente (dat is de marktrente min de inflatie) niet beheerst worden. De nul-rente die MMT aanbeveelt resulteert dan bij positieve inflatie (de normale situatie) in een negatieve reële rente. Dit jaagt de bestedingen en dus de inflatie aan – een gevaarlijke spiraal. De overheid moet dus een *reëel* rentebeleid voeren. Dat betekent: niet alleen een inflatiebeleid maar ook (markt)rentebeleid. En omdat de marktrente op financiële markten bepaald wordt, kan de MMT niet om die markten heen. Maar in MMT zijn ze juist afwezig.

Ten slotte is ook de categorische claim dat belastingen niet nodig zijn om de doelen van de overheid te bereiken, niet vol te houden. Als verhoogde uitgaven leiden tot inflatie door stijgende lonen of sectorspecifieke *bottlenecks*, zijn belastingen nodig om de effectieve vraag in te dammen. Bovendien is ook in een MMT-economie nog steeds herverdeling nodig, en dit lukt alleen met belastingen en subsidies. Maar als belastingen als instrument al 'bezet' zijn om de geldhoeveelheid te beheersen, hoe kan er dan ook optimale herverdeling mee bereikt worden? Dat gaat niet.

Wat dan wel?

De 'weeffout' in de eurozone is er nog steeds: we hebben geen raamwerk voor de financiering van tekortlanden, maar we hebben wel een gezamenlijke munt. We lijken van crisis naar crisis te struikelen, waarbij we toch (en gelukkig maar) steeds een stapje verder gaan in gezamenlijke financieringsmechanismen. De ECB koopt staatsobligaties op, het deprimierende Stabiliteits- en Groeipact is buiten werking gesteld.

Europa moet een nieuw evenwicht vinden, weg van de eenzijdige focus op begrotings-tekorten en overheidsschulden en naar een strategie van een nieuw pact – waarin ook investeringen, inkomensverdeling en werkgelegenheid meegewogen worden. Ook daarvoor kunnen cijfermatige normen opgesteld worden, liefst normen die ook de conjunctuur meewegen.

MMT is daarbij een goede ‘wake-upcall’ voor het monetaire en fiscale beleid. Ze prikt verschillende ficties door: dat overheidsuitgaven slecht zijn, dat kapitaalstromen nodig en veilig zijn en dat centrale banken hun staten juist niet veilig kunnen financieren. De effectieve mediacampagnes van MMT en het succes van *The Deficit Myth* zijn uitstekende publieks-educatie.

Van de MMT kunnen we leren dat schulden niet per se een last voor de toekomst zijn

De publiciteit rond MMT heeft bovendien zelfgenoegzame bankiers²⁷, politici, economisten²⁸ en centrale bankiers²⁹ gedwongen om publiekelijk vragen te beantwoorden die ze liever vermijden (waarbij ze, heel nuttig, vaak hun eigen onbegrip etaleren). Van de MMT kunnen we leren dat schulden niet per se een last voor de toekomst zijn³⁰ en dat de overheid haar monetaire kracht kan en moet gebruiken om innovatie, werkgelegenheid en andere doelen te realiseren. MMT is zo een uitstekend breekijzer in het publieke debat over monetair en fiscaal beleid. Maar ze is slecht toegerust om antwoorden op de europroblemen te geven en heeft een aantal belangrijke gebreken.

We hoeven gelukkig niet te kiezen tussen het Stabiliteits- en Groeipact en een model gebaseerd op de moderne monetaire theorie.

Onderzoek alles en behoud het goede, luidt een oud adagium. Het lijkt me dat er veel bruikbaar in het MMT-gedachtegoed zit, en weinig in het Stabiliteits- en Groeipact. Hierbij hoeven we MMT-fouten, zoals het idee dat rente en financiële markten er niet toe doen voor de staatsfinanciering, niet over te nemen.

MMT leert ons het volgende. Prijsstabiliteit is belangrijk, maar niet het allesoverheersende doel dat zij nu geworden is. Een strakke scheiding tussen fiscaal en monetair beleid werkt in de praktijk niet (als Europese overheden te weinig spenderen, moet de ECB meer gaan doen).³¹ We moeten dus ophouden te doen alsof dat wel zo is. De centrale bank is deel van de overheid en dient met haar beleid niet slechts prijsstabiliteit maar ook andere doelen te ondersteunen, zoals ook in het VwEU-verdrag beschreven staat.³² Gelukkig hebben we nu een ECB-bestuur onder leiding van Christine Lagarde dat daar ook op inzet, bijvoorbeeld als het gaat om klimaatbeleid. Maar dit moet een verantwoordelijkheid van gekozen politici zijn, niet van ECB-ambtenaren.

Tekorten zijn geen probleem maar een oplossing. De Nederlandse overheid heeft de laatste halve eeuw vier van de vijf jaar een tekort gehad en toch staan de overheidsfinanciën er prima bij.³³ MMT vestigt de aandacht erop dat een tekort betekent dat de overheid minder geld uit de economie trekt middels belastingen dan ze in de economie investeert; een goede zaak.

Ook de paniek rond staatsschulden is niet terecht. Die kunnen in Europa makkelijk via de markten gefinancierd worden, met steun van de ECB als ‘market maker of last resort’, en anders is directe monetaire financiering mogelijk. De vrees dat dit tot hoge inflatie zal leiden wordt overdreven.³⁴ We zijn Argentinië niet, of Weimar. Europa is het grootste handelsblok ter wereld en de hele wereld staat in de rij om onze obligaties te mogen kopen. De Europese investeringsbank³⁵ en de Europese Commissie³⁶ geven al obligaties uit, en de vraag is veel groter dan het aanbod.³⁷

Geld is inderdaad niet de beperkende factor, daarin heeft MMT gelijk. Het gaat erom welke doelen wij Europeanen met elkaar willen bereiken. Op dit moment schort het vooral aan dat ‘met elkaar’, zodat we aan het samen nadenken over de doelen niet eens toekomen. Dat is de echte beperking. Europeanen die een munt delen zullen toch opnieuw de vraag moeten bezien waar ze willen staan tussen het model van de natiestaat enerzijds en een federaal Europa anderzijds. Dat dit niet politiek opportuun is doet daar niets aan af. Wie samen één munt heeft kan niet om de kwestie van een gezamenlijk (of: afgestemd) fiscaal beleid heen.

De eurolanden moesten op elkaar gaan lijken: overal lage lonen en schrieperig gefinancierde publieke sectoren

We weten eigenlijk al lang wat ons te doen staat. Europa moet voortbouwen op het historische succes van de gemengde markteconomie, een vorm van inclusief kapitalisme waarmee juist ons continent unieke ervaring en kennis heeft. We moeten kalmte op de euromarkt brengen door ontwrichtende kapitaalstromen te beperken en door de ECB permanent market maker of last resort te laten zijn. We moeten plannen ontwikkelen

voor een sociaal en klimaatbestendig Europa — de *Green Deal* is qua financiële vuurkracht daarvoor nog maar een begin — en door het coördineren van investeringen via overheden. We kunnen die makkelijk financieren met overheidsobligaties en privaat kapitaal middels de Europese Investeringsbank of anders de ECB.

Wellicht kunnen de economieën van de eurozone dus een gezamenlijke munt delen en toch stabiel en welvarend blijven³⁸ — niet door bezuinigingen en loonverlagingen, maar door het creëren van voldoende effectieve vraag en innovatie, dat wil zeggen door loongroei en investeringen. Daarbij lijkt verdergaande fiscale eenwording onvermijdelijk (het kan niet allemaal via de markten). Loongroei en werkgelegenheid zijn in de meeste eurolanden, via de effectieve vraag, de belangrijkste motor van economische groei.³⁹ Het idee dat flexibele arbeidsmarkten (en dus lage loongroei) zonder meer goed zijn voor de economische ontwikkeling moet verlaten worden.

Dit zou ook een antwoord zijn op de onvrede van zoveel Europeanen die niet in de groei hebben gedeeld en die nu uit begrijpelijke maar gevaarlijke rancune de polarisatie en fragmentatie van Europa steunen, vaak via leugenachtige politici. Dit is niet los te zien van de wrange vruchten van het Stabiliteits- en Groeipact en van de visie die erachter zit. Het probleem is in de eerste plaats ideologisch. We moeten van de ordoliberalen inbedding van het europroject af. Een koerswending is nodig. Europa heeft daar de technologische en monetaire kracht voor, maar zijn leiders zitten nog te vaak gevangen in het idee dat die kracht niet gebruikt mag worden.

Noten

1 Mijn grote dank aan Arnold Boot, Ewald Engelen, Koen Haegens, Lex Hoogduin, Clemens Kool, Christiaan van der Kwak, Elmer Sterken, Jaap

Tielbeke en Rens van Tilburg, die commentaar op een eerdere versie gaven. Uiteraard zijn ze niet verantwoordelijk voor de inhoud.

2 Het Stabiliteits- en Groeipact is gebaseerd op artikelen 121

en 126 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie. In artikel 126 staat: ‘De Commissie ziet toe op de ontwikkeling van de begrotingssituatie en de omvang van de overheidsschuld in de

- lidstaten, teneinde aanzienlijke tekortkomingen vast te stellen. Met name gaat de Commissie op basis van de volgende twee criteria na of de hand wordt gehouden aan de begrotingsdiscipline: a. of de verhouding tussen het voorziene of feitelijke overheidstekort en het bruto binnenlands product een bepaalde referentiewaarde overschrijdt (...); b. of de verhouding tussen de overheidsschuld en het bruto binnenlands product een bepaalde referentiewaarde overschrijdt, tenzij de verhouding in voldoende mate afneemt en de referentiewaarde in een bevredigend tempo benadert.'
- 3 Dat wil zeggen: publieke overdrachten van voldoende omvang waren en zijn politiek onhaalbaar. Private overdrachten zijn er wel; denk aan gepensioneerde burgers van overschotlanden die hun pensioen genieten in Spanje of Griekenland. Maar ook dit zet geen zoden aan de dijk.
- 4 Het is de ECB verboden staatsobligaties of ander schuldpapier van de lidstaten te kopen. Artikel 123 van het Verdrag van Lissabon luidt: 'Het verlenen van voorschotten (...) ten behoeve van instellingen, organen of instanties van de Unie, centrale overheden, regionale, lokale of andere overheden, andere publiekrechtelijke lichamen of openbare bedrijven van de lidstaten, alsmede het rechtstreeks van hen kopen door de Europese Centrale Bank of nationale centrale banken van schuldbewijzen, zijn verboden.'
- 5 Zie bijvoorbeeld hoofdstuk 14 in *Macroeconomics: Institutions, Instability, and the Financial System* van David Soskice & Wendy Carlin (2014).
- 6 Zie https://ec.europa.eu/euro-stat/statistics-explained/index.php/Wages_and_labour_costs.
- 7 Ze is er officieel wel, maar het is een tandeloze regel. De Europese Commissie heeft wel een 'procedure bij macroeconomische onevenwichtigheden' waarin een norm van 60 procent als maximum voor het overschot op de lopende rekening vastgesteld is. Nederland heeft daar nooit aan voldaan en de Commissie heeft geen middelen om Nederland tot de orde te roepen.
- 8 De inleiding op het rapport besluit met deze constatering: 'Wij hebben bij ongewijzigd beleid in Nederland immers én een economisch, én een sociaal, én een maatschappelijk probleem. Welhaast iedereen heeft er belang bij in een brede maatschappelijke alliantie mee te werken aan nieuwe spelregels in de wereld van werk.' Eindrapport van de Commissie Regulering van Werk (Commissie-Borstlap) 'In wat voor land willen wij werken?'
- 9 Het reële arbeidsinkomen per uur is in Nederland van 2009 tot 2018 met bijna 1,5% gedaald, terwijl de reële winsten stegen. Zie voor details mijn boek *Een land van kleine buffers* (Amsterdam: Pluim Uitgeverij, augustus 2020).
- 10 Ik beschrijf die in hoofdstuk 5 van *Een land van kleine buffers*. Zie voor een veelzeggend gesprek hierover het tv-programma *Buitenhof* van 13 september 2020, met een boze VVD-wethouder Ria Boere en minister van Financiën Wopke Hoekstra.
- 11 Uiteraard wel tegenover niet-eurolanden, maar in het eerste decennium van de euro was de lopende-rekeningbalans van de eurozone met de rest van de wereld vrijwel nul.
- 12 Zie Sapir, A. (2018). High public debt in euro-area countries: comparing Belgium and Italy. *Bruegel Policy Contribution*, Issue n° 15, Brussel: Bruegel.org.
- 13 Draghi speechte over hommels en zei toen: 'But there is another message I want to tell you. Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough'. Toespraak op de Global Investment Conference, Londen, 26 juli 2012.
- 14 Zie: Arcand, J. et al. (2015). Too Much Finance. *Journal of Economic Growth*, 20 (2), 105-148. Arcand en zijn collega's lieten zien dat economieën met grotere financiële markten gemiddeld minder groei van het bbp laten zien.
- 15 Lees *The Fire Power of the Financial Lobby* door Marcus Wolf, Kenneth Haar en Oliver Hoedeman; een rapport van het Corporate Europe Observatory (CEO), de Austrian Federal Chamber of Labour (Arbeiterkammer) en The Austrian Trade Union Federation (ÖGB) (2014). Zie ook het rapport *Lobbying in Brüssel. Die Übermacht der Unternehmen Brechen* van de Arbeiterkammer, 2019.
- 16 Zie ec.europa.eu, *What is the capital markets union?* Zie voor een kritiek sustainablefinancelab.nl/why-this-capital-markets-union-is-a-bad-idea door Mark Sanders (2016), en ook mijn column *Bankenlobby in de Groene Amsterdammer*, 29 mei 2019.
- 17 Het Verdrag betreffende de Europese Unie uit 1992 stelt in artikel 3 dat de EU moet werken aan 'de duurzame ontwikkeling van Europa, op basis van een evenwichtige economische groei en van prijsstabiliteit, een sociale markteconomie met een groot concurrentievermogen die gericht is op volledige werkgelegenheid en sociale vooruitgang, en van

- een hoog niveau van bescherming en verbetering van de kwaliteit van het milieu' (mijn cursivering).
- 18 Chartalisten wijzen er dan ook op dat munten samen met staten opkomen en ondergaan. Zie Goodhart, C. (1998). The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas. *European Journal of Political Economy*, vol. 14, nr. 3, 407-432.
- 19 Lerner, Abba P. (1947). Money as a Creature of the State. *The American Economic Review*, vol. 37, nr. 2, 312-317.
- 20 Tenzij de obligaties aan buitenlandse partijen verkocht worden; ongeveer de helft van de Nederlandse staatsschuld is in buitenlandse handen.
- 21 Zie Mitchell, W. (2009). The natural rate of interest is zero!, bilbo.economicoutlook.net, 30 augustus.
- 22 Zie Wray, R. (2015). *Why Minsky Matters*. Princeton: Princeton University Press.
- 23 Zie: <https://fred.stlouisfed.org/series/M2>.
- 24 Zie ook Thomas Palley (2020). What's wrong with Modern Money Theory: macro and political economic restraints on deficit-financed fiscal policy. *Review of Keynesian Economics*, vol. 8, nr. 4, 472-493.
- 25 Dit heeft Kelton in antwoord op kritiek toegegeven; zie Kelton, S. (2019). Modern money theory is not a recipe for doom. Bloomberg, 21 februari. Geciteerd in Palley (2020).
- 26 Schaffner, P., A. Rinaldo & K. Tsatsaronis (2019). Euro repo market functioning: collateral is king. *BIS Quarterly Review*, december.
- 27 King, S. (2020). MMT: The case against Modern Monetary Theory. *Financial Times*, 22 oktober.
- 28 Summers, L. (2019). The left's embrace of modern monetary theory is a recipe for disaster'. *Washington Post*, 5 maart.
- 29 McCormick, L. (2019). Jerome Powell Says the Concept of MMT Is 'Just Wrong'. *Bloomberg*, 26 februari 2019.
- 30 Bezemer, D. (2020). Schulden zijn oké als ze geld opleveren. *De Volkskrant*, 27 september.
- 31 Skolimowski, P. (2019). Draghi says policy will be less effective without government spending. *Bloomberg*, 29 september.
- 32 Het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VwEU, artikel 127): '[Het ESCB] ondersteunt het algemene economische beleid in de Unie teneinde bij te dragen tot de verwezenlijking van de in artikel 3 van het Verdrag betreffende de Europese Unie omschreven doelstellingen van de Unie' (zie ook noot 17 hierboven).
- 33 Zie de Lange tijdreeksen overheidsfinanciën van het Centraal Planbureau, cpb.nl/cijfer/lange-tijdreeksen-overheidsfinancien.
- 34 'Een ruwe schatting is dat monetaire financiering van tekorten zal leiden tot 4 à 6 procent inflatie per jaar in de vier tot zes jaar vanaf 2021 of 2022', schreven Paul De Grauwe en Sebastian Diessner in *What price to pay for monetary financing of budget deficits in the euro area* op 18 juni 2020. Zie <https://voxeu.org/article/what-price-pay-monetary-financing-budget-deficits-euro-area>.
- 35 Zie: eib.org/en/investor_relations/documents/distribution-of-eib-bonds.htm.
- 36 *European Commission issues third emission of EU SURE bonds*, ec.europa.eu/commission/presscorner/, 25 november 2020.
- 37 'De Europese Commissie heeft in het kader van het EU-SURE-instrument voor het eerst sociale obligaties ter waarde van 17 miljard euro uitgegeven om banen te helpen beschermen en mensen aan het werk te houden. Deze uitgifte bestond uit twee obligaties: een van 10 miljard euro, die moet worden terugbetaald in oktober 2030, en een van 7 miljard euro, die moet worden terugbetaald in 2040. Beleggers toonden zeer veel belangstelling voor dit instrument met een hoge rating, en de obligaties werden meer dan 13 keer overtekend, wat leidde tot gunstige prijsvoorwaarden voor beide obligaties.' Zie: https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/coronavirus-response/timeline-eu-action_nl, 21 oktober 2020.
- 38 De vraag is of de euro levensvatbaar is. MMT'ers denken van niet; zie William Mitchell (2015). *Eurozone Dystopia. Groupthink and Denial on a Grand Scale*. (Cheltenham: Edward Elgar). In Nederland is een relevante bijdrage van Bert de Vries. Ook hij ziet geen heil in het huidige systeem en stelt een tweemuntenstelsel voor: een lokale munt en daarnaast de euro voor internationale transacties. Zie zijn *Ontspoord kapitalisme* uit 2020. (Amsterdam: Prometheus). In mijn boek *Een land van kleine buffers* stel ik voor de euro te houden, maar de euroregels te veranderen.
- 39 Zie voor een toegankelijke uitleg Wage-led Growth door Engelbert Stockhammer, socialeurope.eu/wp-content/uploads/2015/04/RE5-Stockhammer.pdf.