

## **“Monetaire en budgettaire beleidsinteracties in de EMUSpee”**

Speech door Olaf Sleijpen tijdens het online Economencafé over Modern Monetary Theory, georganiseerd door de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde

11 November 2020

Dank u wel, en dank aan Laura Spierdijk en de KvS voor de organisatie van deze prikkelende bijeenkomst.

Vanmiddag ga ik mijn gedachten over de moderne monetaire theorie (MMT) uiteenzetten, bezien door de lens van een beleidsmaker. Dit doe ik door u mee te nemen langs de belangrijkste beleidsuitdagingen waar centrale bankiers mee geconfronteerd worden. Deze beleidsuitdagingen die voortkomen uit de huidige omgeving zijn mede verantwoordelijk voor de toenemende interesse in MMT. Voorstanders van MMT dragen deze theorie namelijk aan als oplossing voor de beleidsuitdagingen van dit moment.

Laat ik direct mijn twijfels hierover op tafel leggen. Als iets te mooi klinkt om waar te zijn, is dat vaak zo. Bij MMT ligt dat mijns inziens niet anders. De impliciete aanname dat er effectief geen limiet zou zitten op het monetair financieren van overheidsstekorten gaat, zo zal ik betogen, mank. Hier zal ik later in mijn presentatie op terugkomen.

Maar met die notie zijn de beleidsuitdagingen natuurlijk niet opgelost. Ik zal betogen dat onderlinge afhankelijkheden tussen budgettair en monetair beleid genuanceerder en complexer zijn dan we initieel dachten. Daarom is het goed dat er in de strategie-evaluatie van de ECB die nu gaande is, nadrukkelijk aandacht wordt besteed aan de interacties tussen deze twee beleidsterreinen. Onze beleidsuitdagingen moeten we echter wel adresseren binnen het bestaande raamwerk waarin de onafhankelijkheid van het monetaire beleid geborgd is.

Zoals u ongetwijfeld weet, kampen we in het eurogebied al geruime tijd met achterblijvende inflatie. Bovendien lijkt inflatie minder sterk te reageren op monetaire stimuli.

Overigens beperkt dit fenomeen zich niet tot het eurogebied. Mondiaal zien we dat door een breed scala van oorzaken de inflatie relatief laag is. Daarnaast is de mondiale natuurlijke rente in de afgelopen decennia gedaald vanwege o.a. een daling in de potentiële groei en veranderingen in de leeftijdsopbouw van de bevolking. Als gevolg zijn ook beleidsrentes lager dan voorheen gebruikelijk, hetgeen in ieder geval de conventionele beleidsruimte van centrale banken beperkt om op vraagschokken te reageren.

Over drijvers van inflatie en achterblijvende inflatierealiserings kan ik op zichzelf een aantal van deze bijeenkomsten in zijn geheel vullen. In het kader van de tijd zal ik één aspect uitlichten dat specifiek relevant is in de MMT-discussie; de interactie tussen monetair en budgettair beleid.

In de nasleep van de eurocrisis hebben we gezien dat monetair en budgettair beleid in tegenovergestelde richting werkte. Tegen de achtergrond van een negatieve output-gap was het monetair beleid sterk verruimend. Tegelijkertijd was in het eurogebied een fikse budgettaire consolidatie gaande door een combinatie van schuldproblematiek en weeffouten in de institutionele opzet van de EMU. De budgettaire consolidatie droeg bij aan afnemende inflatiedruk terwijl de ECB juist probeerde de inflatie aan te jagen.

Vanuit een macro-perspectief bezien probeert de ene beleidsmaker de economie dus aan te jagen, terwijl de ander sterk remt. Met het oog op het inflatiestreven van dichtbij maar onder de twee procent heeft de ECB langdurig en op grote schaal onconventionele maatregelen genomen.

Dergelijke ontwikkelingen hebben zich overigens ook elders voorgedaan. Hoewel de tegenstelling tussen monetair en budgettair minder groot lijkt in de VS, is er ook daar vanaf 2010 fors bezuinigd onder politieke druk terwijl de werkloosheid nog rond de 9 procent noteerde en de rente op of rond de effectieve ondergrens stond.

Door het gebruik van het onconventionele monetaire instrumentarium is de scheidslijn tussen budgettair en monetair beleid meer fluïde geworden. In dat licht kan denk ik ook de toenemende interesse in MMT geplaatst worden.

In de kern stelt MMT dat begrotingsbeleid structureel te restrictief is omdat dit gefinancierd wordt met schuld en daarover moet rente worden betaald. Dit maakt tekorten kostbaar. Monetaire beleidsmakers kiezen vervolgens de rente die passend is bij prijsstabiliteit. Het alternatief is het financieren van tekorten door de centrale bank met nieuw geld waarvan de creatie volgens MMT-voorstanders gratis zou zijn.

Concreet zou het budgettaire beleid moeten worden gebruikt om volledige werkgelegenheid na te streven. Dit valt in de MMT samen met prijsstabiliteit. De rol van de centrale bank is dan het financieren van de overheidsuitgaven met geldschepping. De enige effectieve limiet op dit beleid, zo betogen de voorstanders, is oplopende inflatie, veroorzaakt door overbenutting van economische capaciteit. De overheid kan vervolgens door eventuele schulduitgifte en/of belastingverhogingen oplopende inflatie beteugelen door weer geld uit de economie te verwijderen, aldus MMT.

Tegen de achtergrond van de economische situatie die ik zojuist schetste, die gekenmerkt wordt door achterblijvende vraag en aanhoudend lage rentes, klinkt een dergelijke redenering best aantrekkelijk. En als we eerlijk zijn, lijken de praktische beleidsaanbevelingen redelijk overeen te komen met wat centraal bankiers hebben uitgedragen als beleidsadvies voor de huidige situatie. Namelijk een grotere rol voor budgettaire beleid om te komen tot een meer evenwichtige beleidsmix.

Daarnaast lijkt MMT op het eerste oog ook overeen te komen met het handelen van de centrale bank. Monetair beleid heeft de afgelopen tijd namelijk een groot gedeelte van de uitgegeven overheidsschuld op de balans genomen.

Maar schijn bedriegt. Het huidige beleid is geenszins een voorbode van een brede toepassing van het MMT-raamwerk. Sterker nog, ik zal betogen dat het MMT-raamwerk in zijn essentie een aantal essentiële weeffouten kent.

Maar laat ik het eerst omdraaien. Hoe zou het MMT-raamwerk tot betere beleidsuitkomsten kunnen leiden. Hier is de literatuur niet erg eenduidig over. Maar ik zie ruwweg twee denkrichtingen..

In de eerste plaats kan je beargumenteren dat de beleidsruimte toeneemt doordat het MMT-raamwerk de kosten van schulduitgifte verlaagt. Of met andere woorden: het wordt goedkoper om een gegeven hoeveelheid schuld aan te houden als overheid waardoor je effectief meer kan stimuleren.

In de tweede plaats kan je betogen dat het omdraaien van de taakverdeling tussen centrale banken en overheden tot betere beleidsuitkomsten zou leiden. In zo'n wereld gaat de overheid dan over het prijsniveau terwijl de centrale bank de schuldhoudbaarheid moet waarborgen. Dit zou bijvoorbeeld kunnen omdat overheden op een effectievere manier beleidsdoelstellingen kunnen bereiken dan centrale banken.

Laat mij elk van deze paden vanuit mijn perspectief als beleidsmaker langslopen.

Beleidsruimte vergroten zou theoretisch op een aantal manieren kunnen. Laat mij de meest voor de hand liggende langslopen.

Door overheidsuitgaven monetair te financieren kunnen de seigniorage opbrengsten worden vergroot. Schattingen uit een tijd waarin fysiek geld nog een veel belangrijkere rol speelde, tonen aan dat de maximale omvang van deze opbrengsten zo ongeveer 3% BBP was aan het begin van de 20e eeuw (Cagan 1956). In de huidige economie waarin credit cards en internetbankieren een belangrijke rol spelen, kun je stellen dat deze opbrengsten praktisch nul zijn. De vraag naar bankbiljetten is simpelweg niet meer zo omvangrijk als vroeger. Fundamenteeler lijkt MMT voorbij te gaan aan de vraag of en in welke mate mensen geld willen aanhouden. Deze route zal dus geen zoden aan de dijk zetten.

Een alternatief zou kunnen zijn om dan maar extra rentedragende centralebankreserves uit te geven. Dit is bijvoorbeeld wat we op dit moment al doen met de diverse aankoopprogramma's. Rentedragende centralebankreserves zijn zoals de naam al zegt rentedragend en dus eigenlijk een vorm van kortlopende staatsschuld wanneer je de overheid en centrale bank als één entiteit beschouwt. Dit soort aankopen verkorten dus de looptijd van de in de markt aanwezige staatsschuld, maar zijn niet gratis, er wordt rente over betaald. Momenteel is de rente negatief maar deze kan in de toekomst stijgen en boven de 0% uitkomen.

Overkoepelend wil ik het punt maken dat ook centrale banken in reële termen met een intertemporele budgetrestrictie te maken hebben. De maximale hoeveelheid ruimte die een centrale bank kan geven aan de budgettaire autoriteiten is door de tijd gelijk aan de waarde van verdisconteerde seigniorage opbrengsten.

Laten we vervolgens kijken naar de rolverdeling tussen budgettaire en monetaire autoriteiten. MMT-aanhangers betogen dat de overheid meer geld moet uitgeven, maar dat kan in de huidige lage-renteomgeving ook al. Tegelijkertijd is het minder evident waarom het door politici laten afremmen van de economie wanneer deze dreigt te oververhitten verstandiger is dan deze taken te delegeren aan een onafhankelijke beleidsmaker, de centrale bank.

Het is voor politici inherent onaantrekkelijk om op korte termijn politieke kosten te realiseren (in de vorm van belastingverhogingen of stopzetten van de geldcreatie) om op lange termijn baten te realiseren (in de vorm van prijsstabiliteit). Hierdoor ontstaat het risico op tijdsinconsistent beleid en daarmee gepaard gaande hoge of zelfs hyperinflatie. Dit een van de redenen waarom de meeste landen het bewaken van prijsstabiliteit hebben toebedeeld aan een onafhankelijke centrale bank.

De kosten van dergelijke episodes van (extreem)hoge inflatie behoeven verder denk ik geen toelichting.

Wanneer MMT geen soelaas biedt, dan is de vraag: wat kunnen we dan wel? De afgelopen jaren hebben we in Europa geleerd dat de interacties tussen monetair en budgettair beleid complexer en genuanceerder zijn dan we dachten toen bijvoorbeeld de verdragsteksten werden geschreven.

Toen in de jaren '90 de verdragsteksten werden geschreven die als grondslag zouden dienen voor de oprichting van de EMU, was het idee dat budgettair beleid het gezamenlijk monetair beleid niet in de weg mocht zitten. De tucht van de markt zou er voor moeten zorgen dat landen onder druk zouden worden gezet om prudent beleid te voeren, en anders waren daar de begrotingsregels.

Nu weten we dat het omgekeerde probleem, namelijk een gebrek aan budgettaire coördinatie in de EMU ook kostbaar kan zijn, zeker in de nasleep van een grote crisis. Langdurige onderbezetting heeft grote maatschappelijke kosten. Bovendien zijn er natuurlijk ook risico's verbonden aan het langdurig ruim houden van de monetaire condities. Wanneer budgettaire stimulus achterwege blijft kan langdurig ruim monetair beleid evenwel noodzakelijk zijn om prijsstabiliteit te waarborgen.

Overigens is hier voor de fijnproever een aardige historische parallel te trekken met het gematigd monetarisme. Dat is een term die vaak gebruikt wordt om de beleidspraktijk van het Nederlands monetair beleid na de Tweede Wereldoorlog tot de start van de EMU te omschrijven. In het gematigd monetarisme was er naast de toen geldende opvattingen over de rol van geld in de economie ook nadrukkelijk plaats voor de rol van budgettair beleid en loonvorming bij prijsstabiliteit. Tegelijkertijd werden de gescheiden verantwoordelijkheden van beleidsterreinen gerespecteerd.

Vooruitkijkend is denk ik de grootste uitdaging voor beleidsmakers het vinden van een nieuw evenwicht met effectievere coördinatie tussen budgettair en monetair beleid op EMU niveau.

Gelukkig zien we dat de beleidsrespons op de coronacrisis nu anders loopt dan in het verleden. Zowel monetaire als budgettaire beleidsmakers hebben stevig geïntervenieerd om de economie te ondersteunen. Dit betekent echter wel dat de schuld niveaus aanmerkelijk hoger zullen liggen en dat de centrale bankbalans aanmerkelijk groter zal zijn dan pre-corona.

In deze nieuwe economische verhoudingen en met de opgedane inzichten uit het verleden in ons achterhoofd, is het ook niet verwonderlijk dat er in de nu lopende strategische evaluatie van de ECB een aparte werkstroom geweid wordt aan monetair-budgettaire interacties. Hierin zal ook DNB een actieve rol vervullen. Maar voor MMT is hierin toch echt geen plaats.