

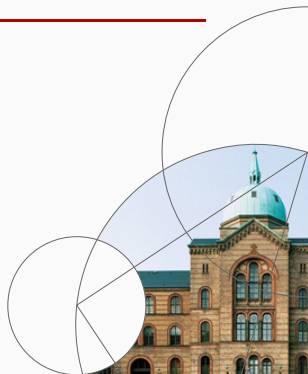


Modern Monetary Theory (MMT)

Fra et mainstream økonomisk perspektiv

Jeppe Druedahl

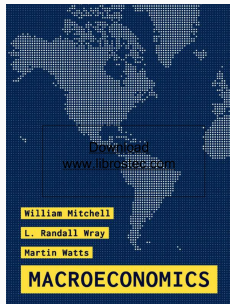
NETØK, 11. september 2020



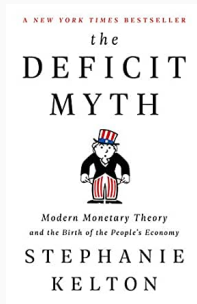
Teoribogen



Lærebogen



Debatbogen



1. Druedahl (2019): »A Kinder Egg on MMT« (econ.ku.dk/druedahl)
2. Voldsgaard & Ehnts (2020): »A Paradigm Lost, a Paradigm Regained - A Reply to Druedahl on Modern Monetary Theory«

Politiske grunde til at synes godt om MMT

Hårdtslående opgør med

1. Statsgældsfobi
2. Underskudsfor skrækkelse
3. Budgetlovsfetichisme
4. Inflationsparanoia
5. Arbejdsløshedsdefaitisme

Erling Olsen (1979): "Vi socialdemokrater har meget til overs for Marx, men ikke ret meget til overs fra Marx"

Faglige grunde til at synes godt om MMT

- **Godt at**

1. Udbredte »sandheder« i den offentlige debat udfordres
2. Misvisende sprogbrug om bl.a. staten som en husholdning afdækkes
3. Fordelene ved valutasuverænitet understreges
4. Betydningen af centralbankens operationelle procedurer fremhæves
5. Opgørelser af økonomiens strukturelle kapacitet problematiseres

- **Min centrale påstand:**

Kan fuldt ud og bedre gøres på et mainstream økonomisk grundlag

- **Min central konklusion:**

Jeg kan ikke se de nye teoretiske indsigter eller empiriske resultater

Ikke pga. uforståede antagelser (»nyt paradigme«)

Men pga. uklare argumentationskæder

Det dårlige i MMT

- **Helt grundlæggende:** Jeg forstår ikke, hvad MMT egentlig er
Hvorfor ikke en simpel matematisk model i SFC-traditionen?
- **Tre niveauer af modeller:**
 1. Mulige numeriske scenarier/illustrationer (inkl. sektorbalancer)
 2. + responsfunktioner for aggregerede variable (matche makro-data)
 3. + intentionelle og fremadskuende agenter (matche mikro-data)
- **Gerne tænkt som legetøjsmodeller**, der ikke skal tages seriøst, men gøre det klart, hvad analysen siger ang. udviklingen i
 1. **Aggregerede størrelser** (produktion, priser, lønninger, arbejdsløshed, pengemængder, renter mv.)
 2. **Sektorale balancer** (finansielle og reale aktiver, gæld mv.)

Pointe: Overblikket tabes i den *verbale* præsentation af teorien
- **Bemærk:** Nogen MMT-folk har brugt den amerikanske Fair-model (lidt som en amerikansk udgave af ADAM)

Nominal gældsaritmetik

- **Statens udgifter:** Offentligt forbrug, G_t , og rentebetalinger, $i_t D_t$
- **Statens indtægter:** Skatter, T_t , og møntningsgevinst, $M_{t+1} - M_t$
- **Statsgælden akkumulerer:**

$$D_{t+1} = (1 + i_t)D_t + G_t - T_t - (M_{t+1} - M_t)$$

- **Standard sprogbrug:**
 1. **Gældsfinansiering:** $\Delta G_t = \Delta D_{t+1}$
 2. **Skattefinansiering:** $\Delta G_t = \Delta T_t$
 3. **Pengefinansiering:** $\Delta G_t = \Delta(M_{t+1} - M_t)$

Bemærk: Ingen særlig tidsrækkefølge - indenfor en periode

- **MMT:** Ingen kritik af disse bogholderimæssige sammenhænge
- **Enighed om standard centralbankspraksis:**
Lad pengebasen tilpasse sig givet et bestemt rentemål

- **MMTs pengeteori:** Chartalisme
 1. Penge har værdi fordi staten opkræver skatter
 2. Staten som helhed kan ikke have penge (konsolideret budget)
⇒ ingen »statskasse« der kan komme hul i

- **MMTs fortælling:**

1. **Udgangspunkt:** Samfund uden penge
2. **Forbrug:** Staten *skaber* nye penge når den forbruger
3. **Øget skat?** *Destruerer* penge
4. **Salg af statsobligationer?** *Destruerer* penge

Konklusion: Al offentligt forbrug er pengefinansieret, fordi forbrug må komme før beskatning

- **Mit spørgsmål:** *Er det andet end ændret sprogbrug?*

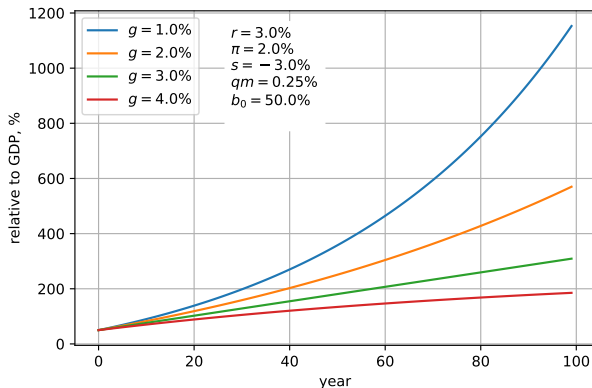
- **Gældsrationen ifht. nominel BNP** (b_t) udvikler sig som

$$b_{t+1} = \frac{1}{1+g} [(1+r)b_t - s_t - q_t m_t]$$

givet real vækst (g), real rente (r), primære overskud (s_t), pengebasevækst (q_t) og pengebaseratioen (m_t)

1. $r > g$: permanent $s_t < 0$ fører til eksplosion i gældsrationen, b_t
 2. $r < g$: permanent $s_t < 0$ fører til høj gældsratio, b_t
 3. $q_t \leq g + \pi =$ vækstrate + inflation, ellers bliver pengebaseratioen uendelig stor ifht. nominel BNP
- **Begrænsninger for møntningsgevinsten?**
 1. **Almindeligvis:** Inflation på sigt hvis pengebasen stiger udover den private sektors behov \Rightarrow øvre grænse for møntningsgevinsten ($q_t m_t$)
 2. **Nul-rente:** Penge og statsgæld begge fuldt likvide nul-rente aktiver
QE: Giver penge i bytte for statsobligationer (midl. vs. perm.)

Faren ved permanente underskud



Bemærk: Hverken r eller g er universielle konstanter, men afhænger af en masse forskellige faktorer

Ledig kapacitet

- **Klassisk Keynesianisk standpunkt:** Øget offentlige underskud kan øge vækst både på
 1. **Kort sigt**, ledig kapacitet udnyttes
 2. **Mellemlangt sigt**, hysteresis fra fyringer og konkurser undgås
- **MMT:** Ikke i nærheden af fuld kapacitet siden 2. verdenskrig
Hvad er evidensen herfor? Ville øgede offentlige underskud altid have øget beskæftigelsen uden at have påvirket inflationen nævneværdigt?
- **Åbent spørgsmål:** Antager MMT-teoretikerne altid, at der er ledig kapacitet? Har MMT noget nyt at sige ved fuld kapacitet hvad end det skyldes økonomiske faktorer eller god politik?

Hvad bestemmer r og g ?

- **Den rene neoklassiske teori**
 1. Fuld kapacitetsudnyttelse
 2. 1:1 sammenhæng mellem pengemængde og prisniveau
 3. r og g er bestemt af præferencer og teknologi
- **Et væld af udvidelser:** Med inkomplette markeder (herunder overlappende generationer) så er mange andre faktorer bestemmende for i hvert fald r , men også g
 1. Prisstivheder
 2. Usikkerhed
 3. Ulighed
 4. Statsgæld og offentlige investeringer
 5. Banker og finansmarkeder
 6. Begrænset og indskærnknet rationalitet
- **Sekulær stagnation** med vedvarende mindre-end-fuld kapacitetsudnyttelse (arbejdsløshedsfælder, gælds-fælder mv.)

Hvad bestemmer r og g ?

- **Observationer:** Fælles for alle mainstream teorier er
 1. **Den private sektors valg af portefølje:** Arbitrage mellem statsobligationer og andre investeringsmuligheder.
 2. **Den private sektors valg af forbrug og opsparing:** En stabil økonomisk udvikling er ikke konsistent med alle niveauer af den reale rente
- **MMT:**
 1. Ingen redegørelse for den private sektors forbrugs- og opsparingsadfærd eller porteføljevalg
 2. Påstår at den reale rente altid er en fri policy variabel
Selv for en lille åben økonomi med frie kapitalbevægelser?

Intermezzo: Forskel på inflationsudsving og -trend

- **MMT** fokuserer på **inflationsudsving**

1. Efterspørgselsstød
2. Udbudsstød

- **Mainstream**, har også fokus på **inflationstrenden**: Handler først og fremmest om forventninger. Statsobligationsrenten (i) skal give samme afkast som reale private investeringer (r) når der korrigeres for inflation (π):

$$1 + r = \frac{1 + i}{1 + \pi}$$

Sidrauski-modellen:

1. r givet fra reale og monetære økonomiske strukturer
2. i vælges frit af staten (pengebasen tilpasser sig frit)
3. $\pi = \frac{1+i}{1+r} - 1$ er nødvendig for en stabil udvikling

Bemærk: $i \uparrow$ og $\pi \uparrow$ (modsat end på kort sigt)

(kort sigt \Rightarrow lang sigt afhænger af centralbanksadfærd + forventningsdannelse)

Farene ved for høj gæld

- **Er vi være sikre på at $r < g$ for altid?** Nej
- **Er høj gæld problematisk selv når $r < g$ nu og her?** Ja
 1. Det kan være at $r > g$ i fremtiden \Rightarrow for at undgå at hæve skatter bliver politikerne interesseret i at inflatere gælden væk eller lade valutaen depreciere
 2. Bare faren herfor kan skabe problemer \Rightarrow inflationsrisikopræmie og valutarisikopræmie allerede i dag

Bemærk: Meget uklart hvornår dette kunne ske

Konklusion: Inflation er *ikke* det eneste problem

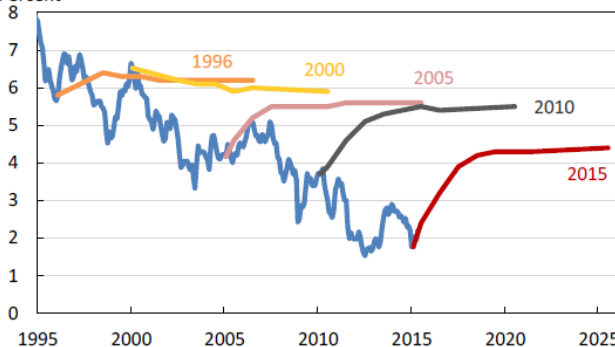
- **MMT:** Gælden kan altid blive betalt tilbage, da staten bare kan »trykke« flere penge \Rightarrow forværre risikopræmie-problemerne
- **Derudover:** Høj statsgæld kan svække kapitalakkumuleringen, hvis husholdningerne sparer op i statsgæld fremfor i kapital

Svært at forudsige renteniveauet

Figure 5

10-Year Treasury Rates and Historical Economist Forecasts

Percent



Note: Forecasts are those reported by Blue Chip Economic Indicators released in March of the given calendar year, the median of over 50 private-sector economists. Source: Blue Chip Economic Indicators, Aspen Publishers.

Et forslag til videre debat

- **Udgangspunkt:** Økonomien er på en balanceret vækststi med fuld kapacitetsudnyttelse og balance på den primære offentlige saldo
- **Staten gør som følger:**
 1. **Permanent:** Det offentlige forbrug øges
 2. **I begyndelsen:** Statsgælden tager tilpasningen
 3. **Derefter:** Skatterne øges så statsgælden holdes stabil ifht. BNP
- **Simpleste mainstream model:** Standard langsigtet OLG model
 1. Samme reale afkast på statsobligationer og kapitalinvesteringer
 2. Den private sektor sparer op i statsobligationer fremfor i kapital
 3. Mindre kapital, men større afkast på kapitalinvesteringer
- **Hvad siger MMT der vil ske?** Hvilken påvirkning af husholdningernes forbrugs- og opsparingsadfærd? Hvem har hvilke aktiver og passiver hvornår?
Ingen effekt på forbrug, kapitalakkumulation og realrente:
Hvor kommer den ekstra produktion fra?

- **MMTere** har masser af interessant kritik af mainstream økonomi
 1. Overdriver mainstream teori graden af koordination og stabilitet i en decentraliseret mainstream økonomi?
 2. Ændrer endogen pengeskabelse afgørende ved økonomiens dynamik ved fuld kapacitetsudnyttelse?
 3. Ændrer produktionsnetværk fremfor en aggregert produktionsfunktion ved afgørende konklusioner?
 4. Hvad er konsekvensen af at usikkerhed er fundamental?
 5. Hvad er konsekvensen af afvigelser fra perfekt information og ubegrænset rationalitet?
- **Opfordring til MMTere:**
 1. Fokusér på at udvikle jeres egen teori i stedet for at kritisere andre
 2. Acceptér at modeller er et godt sprog at gøre det klart, hvad I siger
 3. Tag det seriøst når andre ikke kan følges jeres argumentationskæder
 4. Redegør også for de reale antagelser, ikke kun de monetære
 5. Deltag i samfundsdebatten, men husk I (heller) ikke har sandheden