

# ‘Modern Monetary Theory’ makroøkonomisk teori og politik: et stock-flow consistent approach

Jesper Jespersen, [jesperj@ruc.dk](mailto:jesperj@ruc.dk)

Makro-seminar, 7. marts 2019

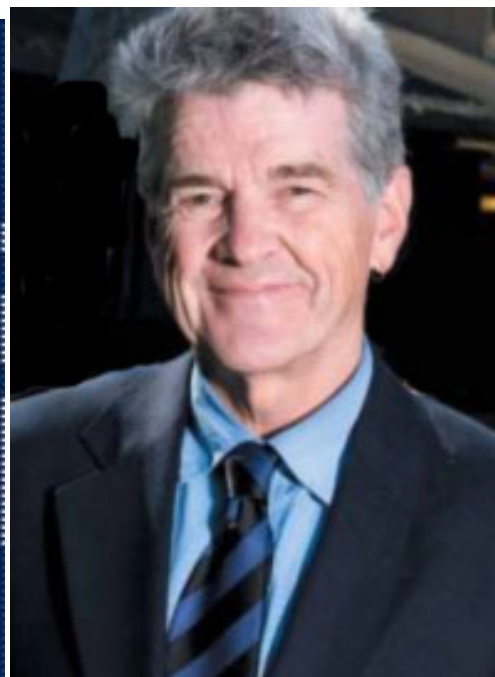
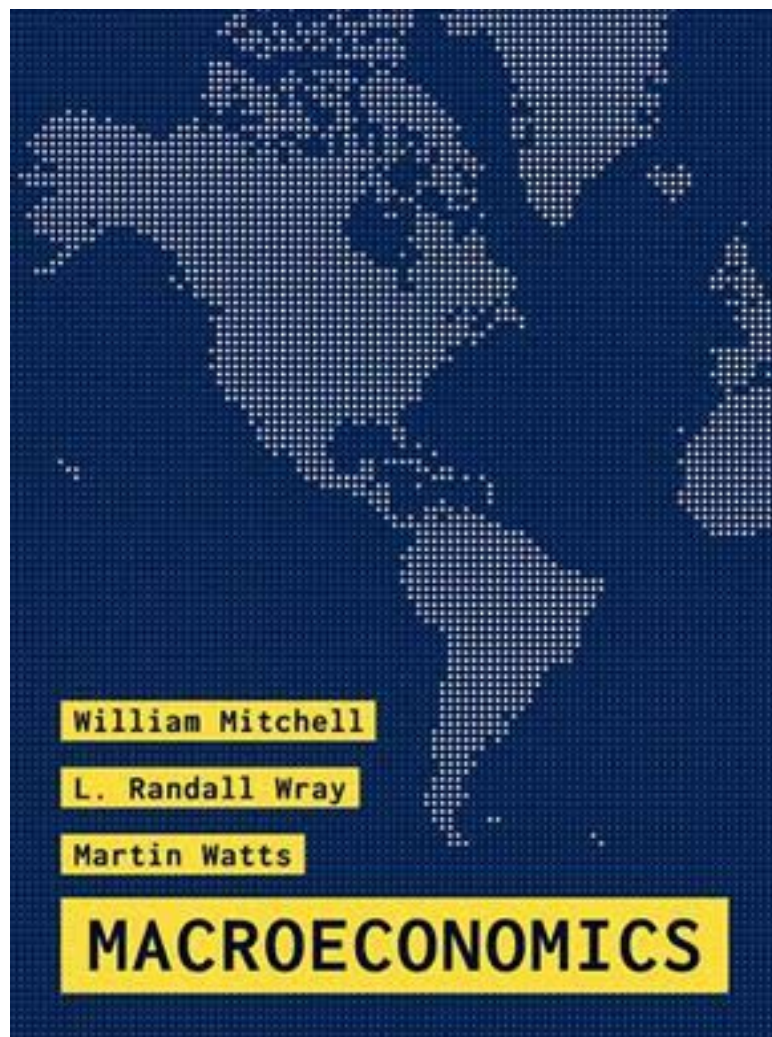
Aalborg og Roskilde Universitet

# Den økonomiske krise har udfordret den konventionelle 'visdom': teori og politik

'Sound' economic policy = the orthodox (Treasury) view

- Balanced public sector Budget
  - Public debt = a burden on future generations
  - Keep Money supply within narrow limits
- ➔ The market economy will correct itself, if the structures are flexible

Ny lærebog giver nogle af de svar vi mangler



**Macmillan  
International, 2019  
Red Globe Press**

Som bestemt ikke (alle) er nye:

## Tre vigtige rødder:

1. John Maynard Keynes: *A monetary Theory of production*, 1933 => foldet ud i *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936

Her brydes 'Money is Neutral' dogmet og efterfølgende introduceres en metode til at analysere 'persistent unemployment', altså et metodologisk brud med general ligevægtsteori - den walrasianske model

2. Abba Lerner: *Functional Finance*, 1944 – Policy konklusioner: En stat med en selvstændig valuta (og centralbank) kan aldrig blive illikvid – den offentlige sektor er ikke budget-constraint i national valuta == politisk suverænitet være

→ Regeringens opgave (kan derfor være) at sikre makroøkonomisk stabilitet

3. Stock-Flow consistent analytical framework: Keynes havde et flow-consistent model, hvor privat opsparingsoverskud = off. Sektor underskud,

Godley lagde til: Offentlig gæld  $\equiv$  Privat finansiel formue (lukket økonomi)

*The economy as a whole-approach* fører til 'ukonventiel' makroteori og dermed finans- og pengepolitik ('mainstreamernes' betegnelse)

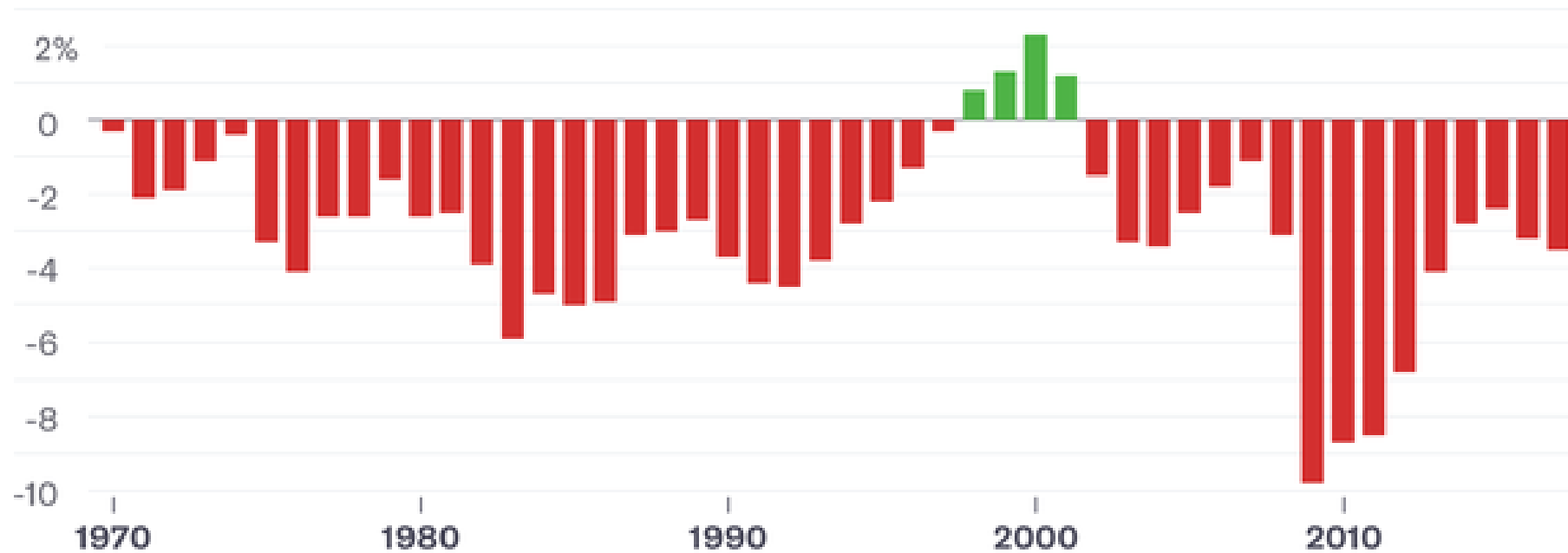
Men det er ikke desto mindre den politik, der (delvist) er blevet ført i USA af både Ministry of Finance og Federal Reserve – med afsæt i 'Full Employment Act', 1948

Og noget mere tøvende i EU af centralbankerne fra 2014 (men absolut ikke af finansministerierne, endside EU-kommissionen): det har her trods alt været en fordel at have *uafhængige* centralbanker (i EU)

# A US Budget Deficit is the norm

## No Stranger to Deficits

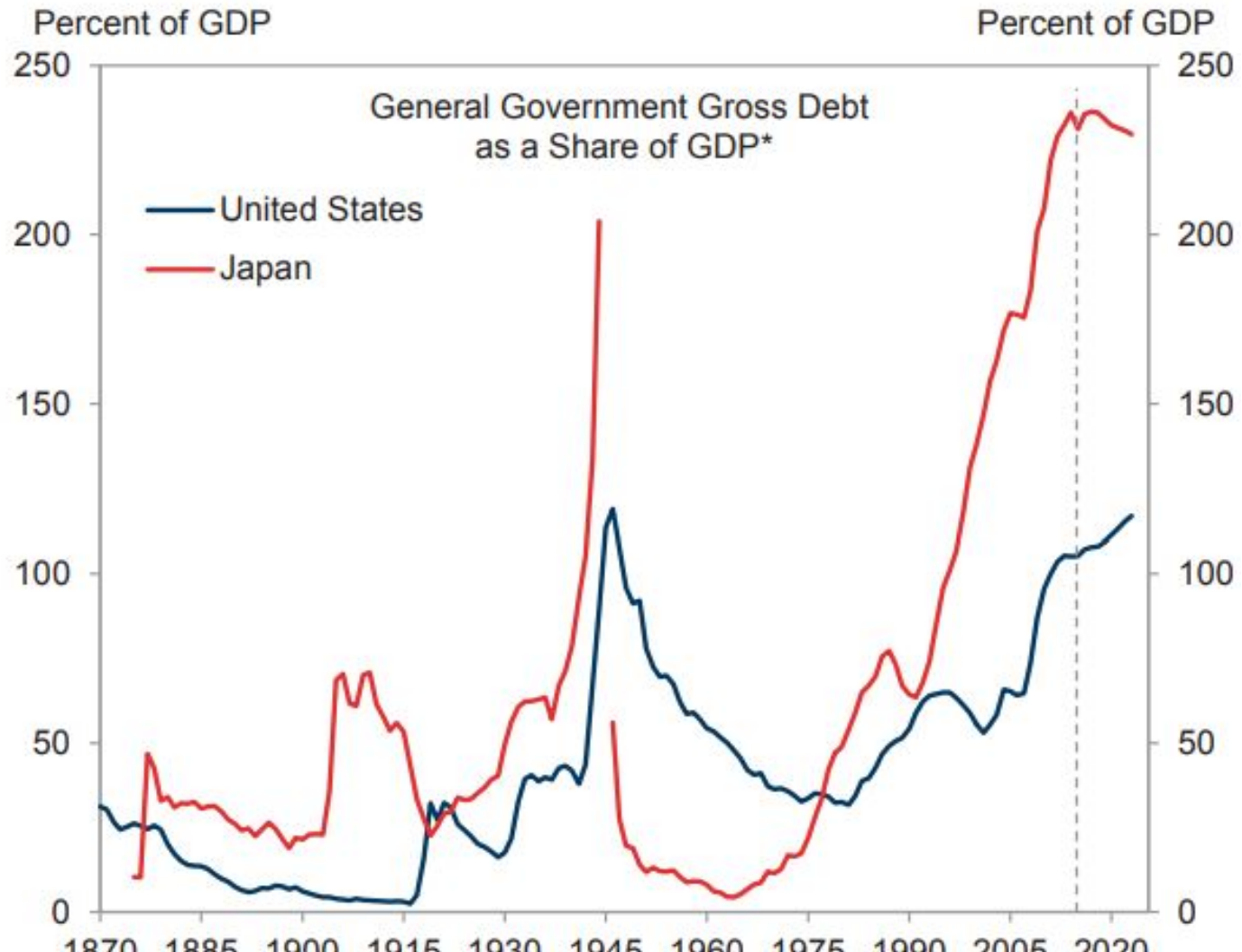
U.S. government deficit or surplus each fiscal year as a percentage of gross domestic product



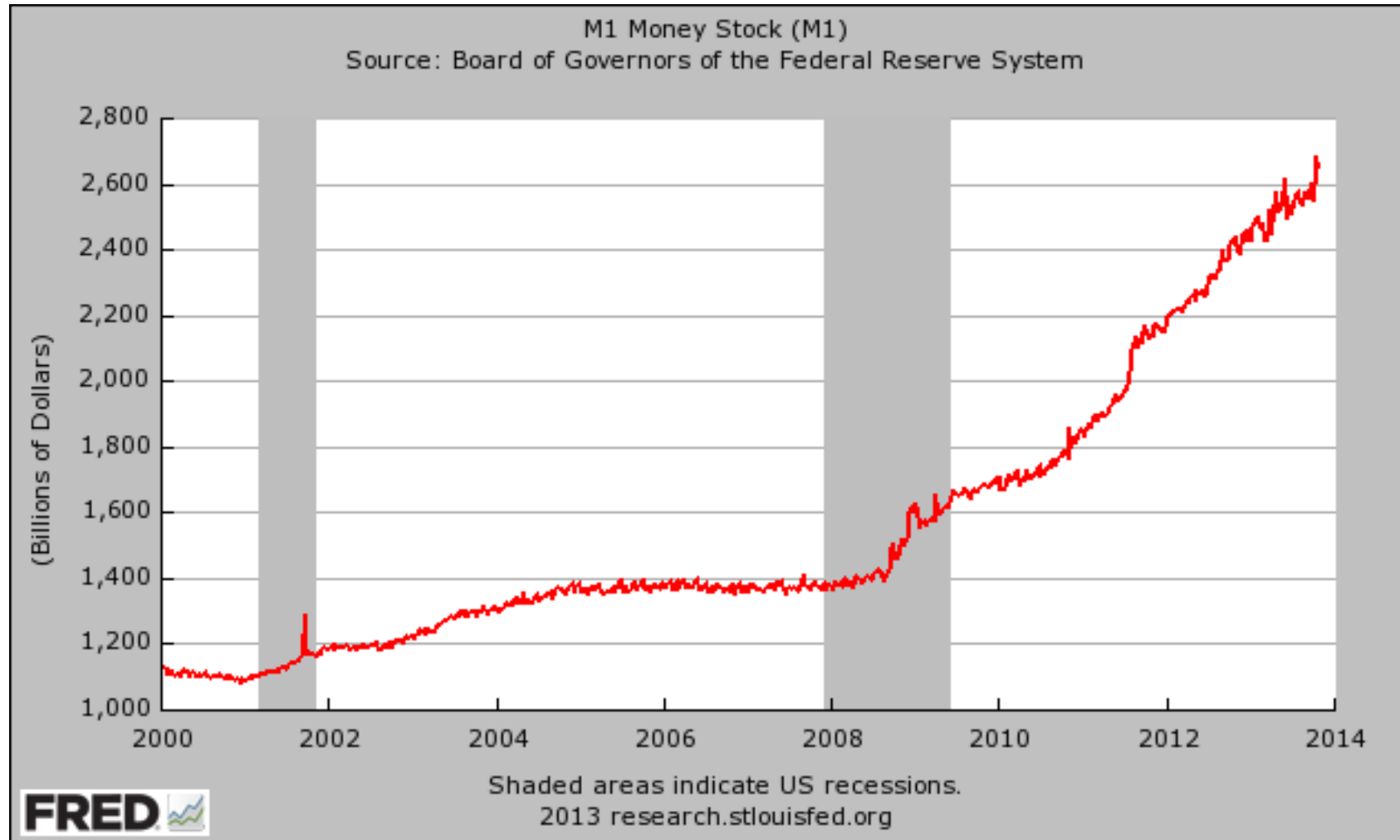
Source: Congressional Budget Office

BloombergQuickTake

# Offentlig (bruttogæld)

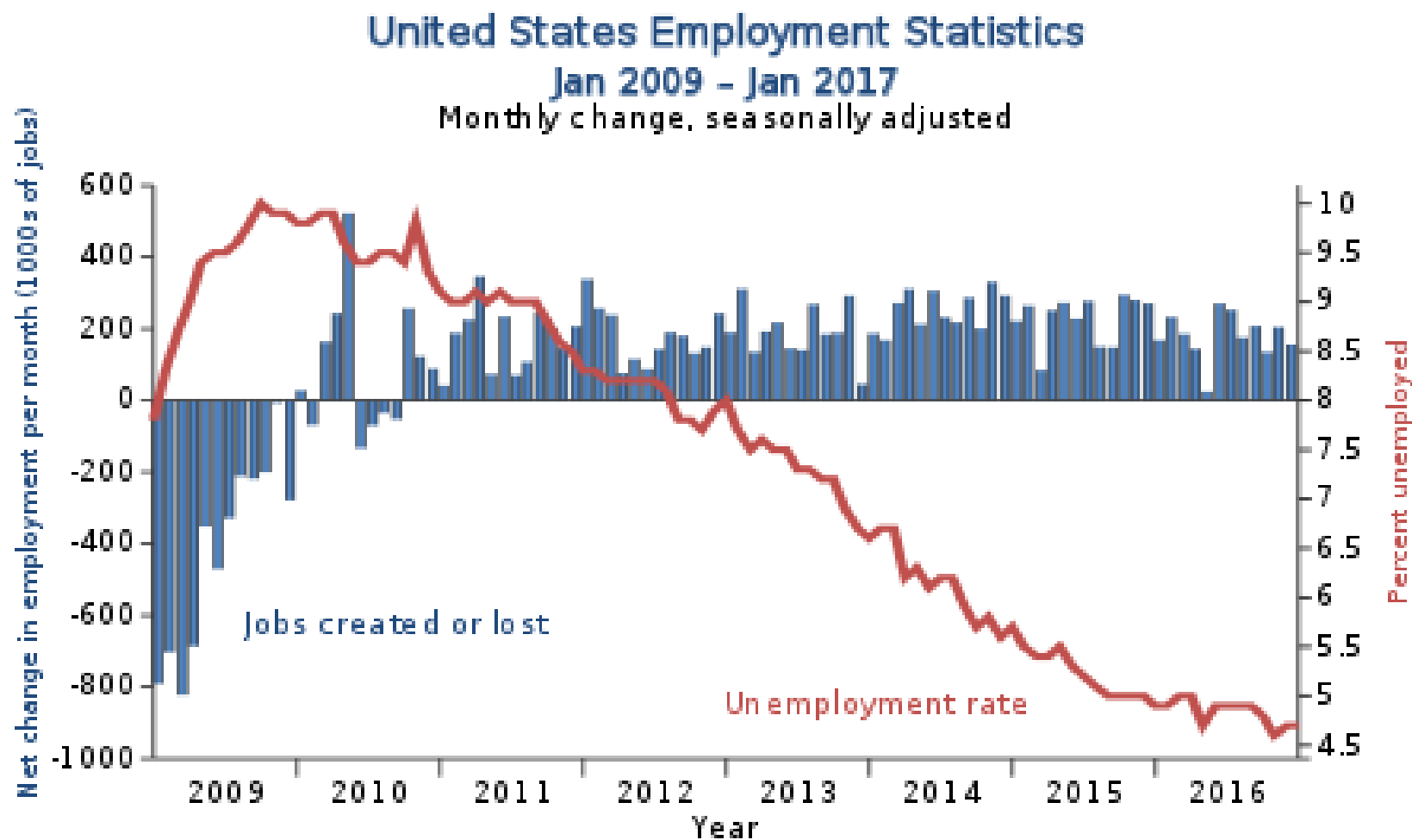


# Money supply in the US has dobbled

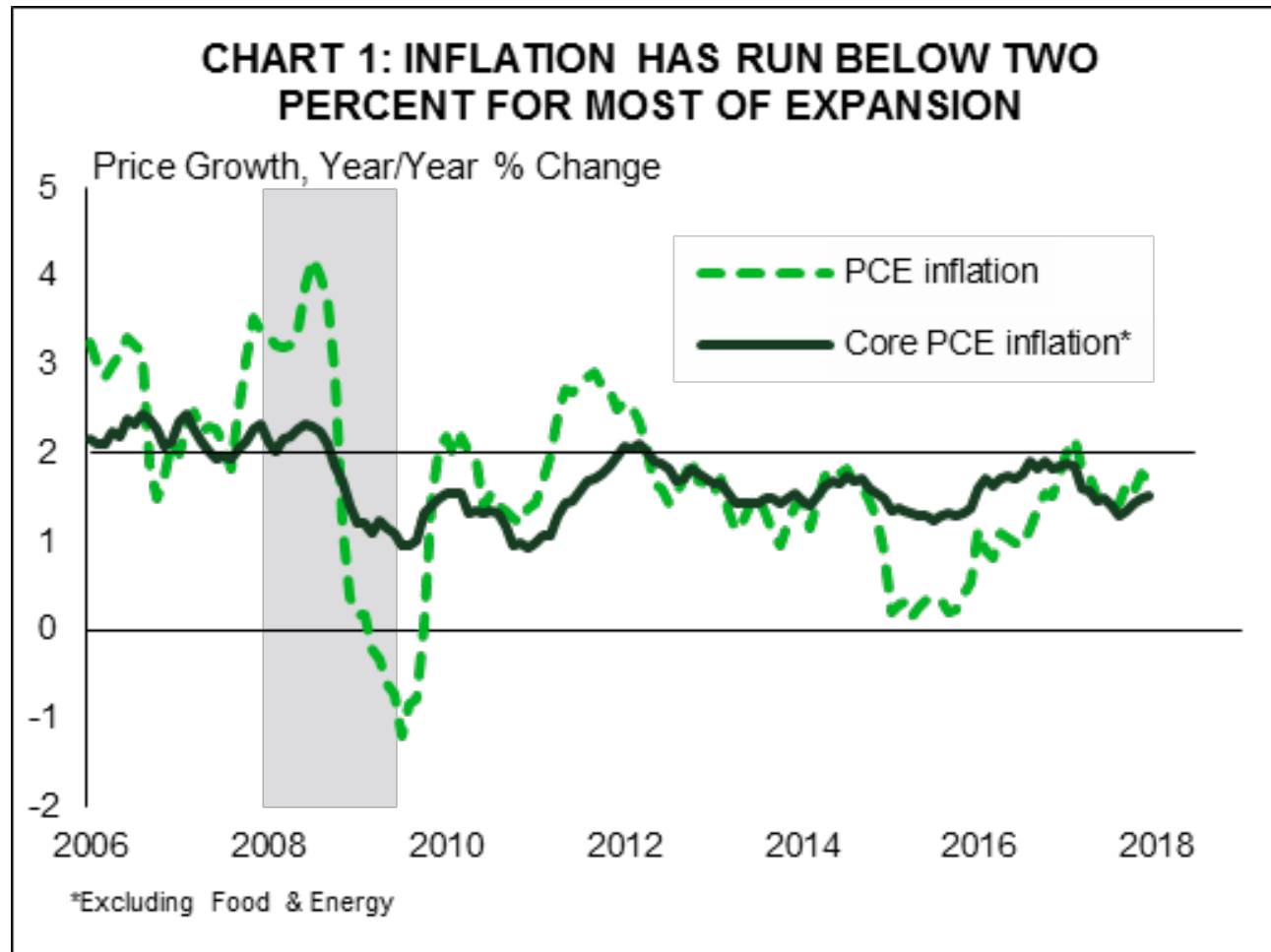




- And (registered) Unemployment fallen

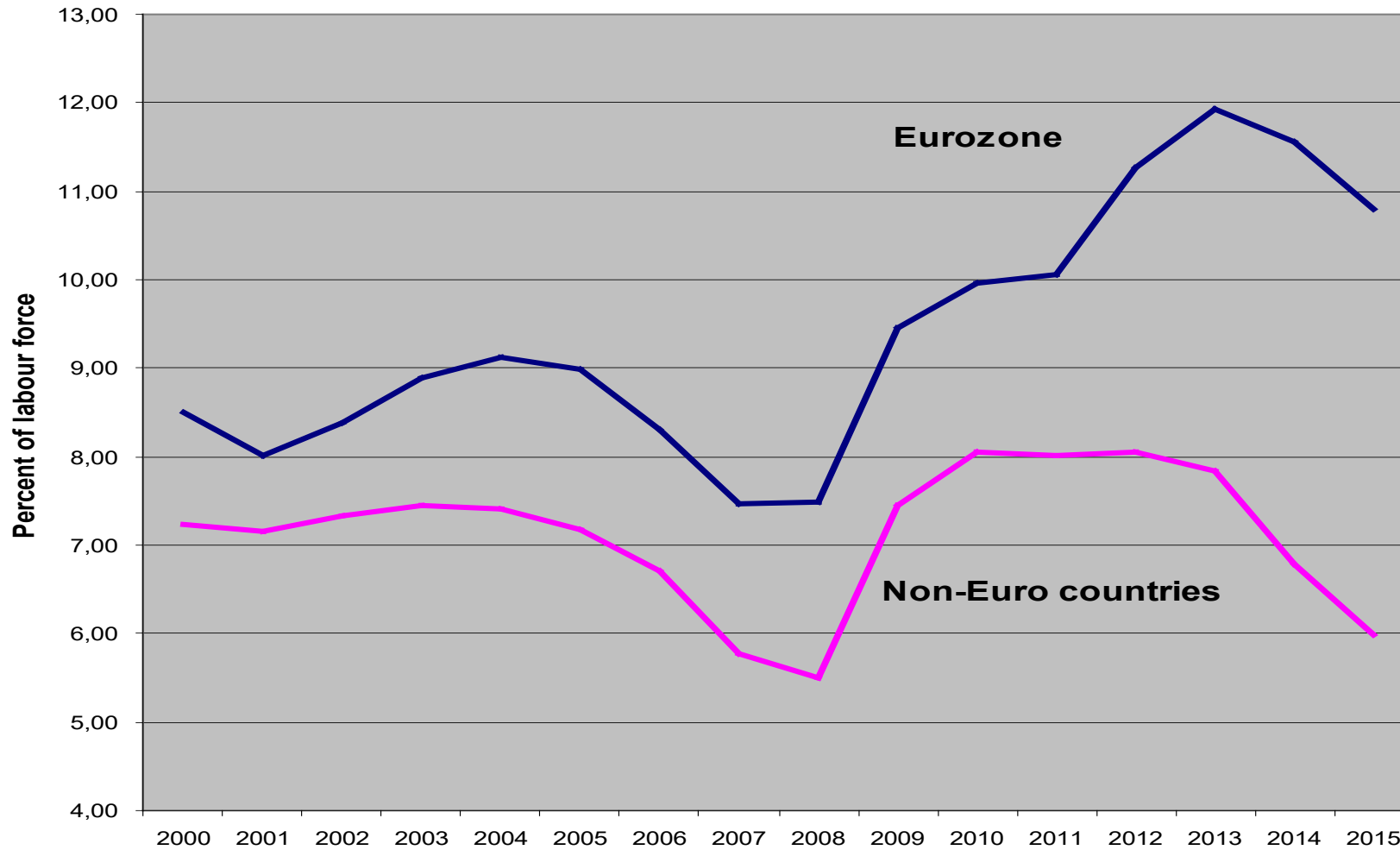


# Without inflation



# Europa halter langt bagefter!

## Unemployment: Eurozone & non-eurocountries



Source: OECD, economic Outlook, June 2016

Lærebogen er opbygget på balance-sheet framework (Flows) The economy as a whole

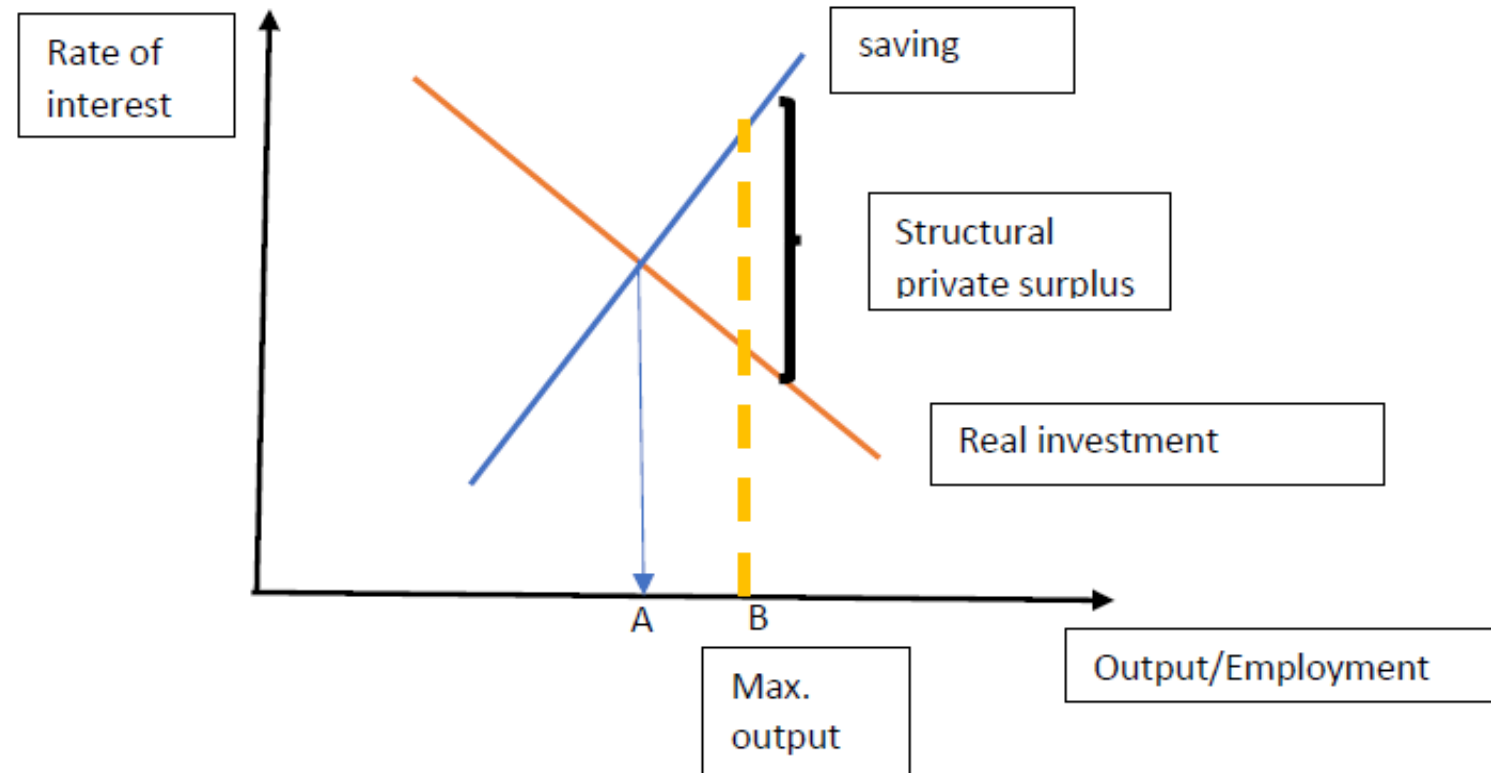
(1)  $Y \equiv C + I + G$

(2)  $Y - \text{Tax} \equiv C + I + [G - \text{Tax}]$

(3) Private **actual excess** savings:  $S_{px} \equiv Y - C - I - \text{Tax} \equiv [G - \text{Tax}]$

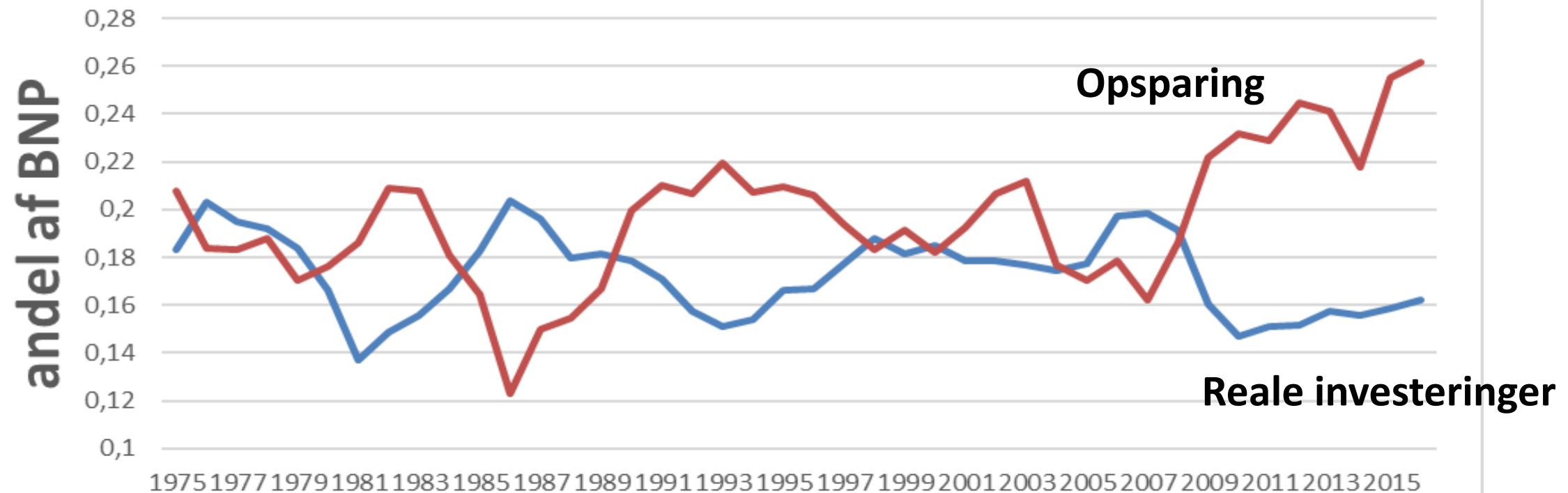
(4) Private actual **excess** savings  $\equiv$  public sector deficit

# Private sector Structural saving surplus



The distance from A to B is structural private sector unemployment caused by the tendency of structural private sector excess savings

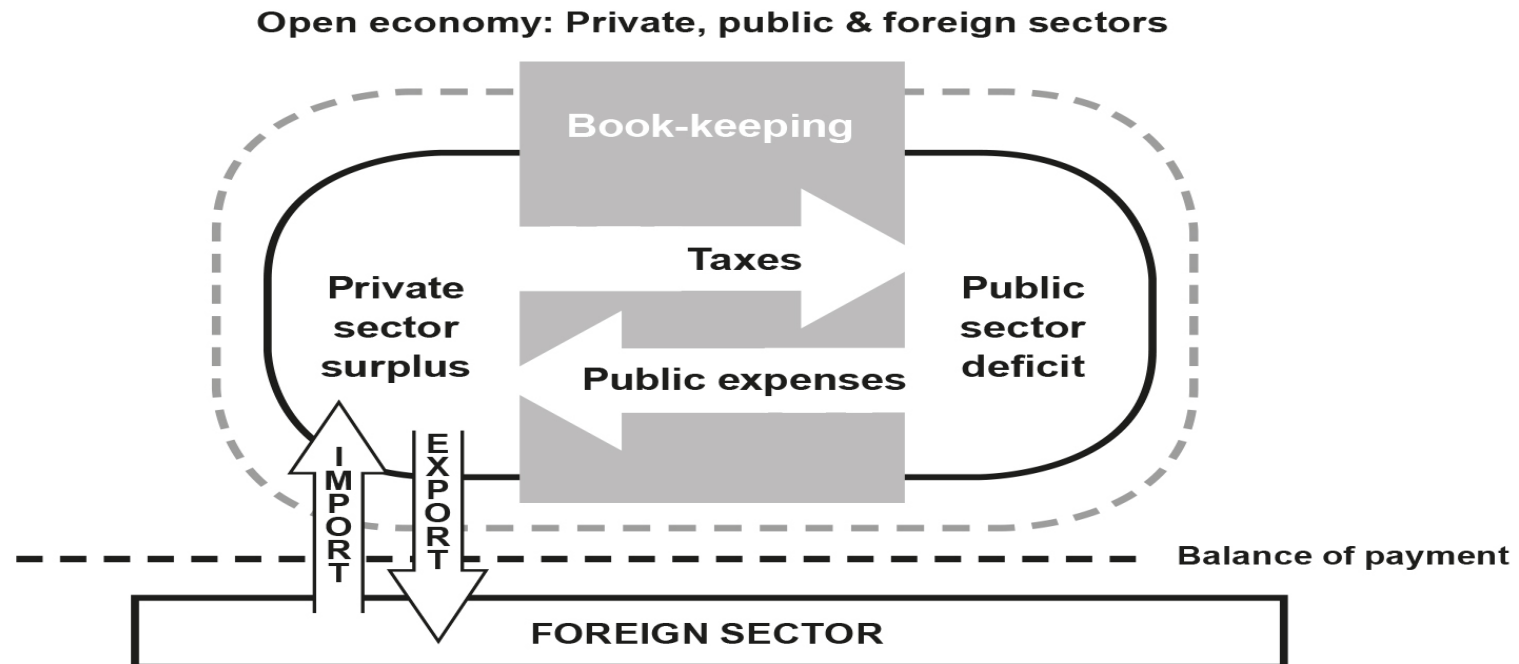
# Privat opsparing og reale investeringer



Kilde: OECD, Economic Outlook, 2016

# Men privat opsparing kan også placeres i udlandet: betalingsbalanceoverskud

Figure 4.2: A consolidated three sectors model – open economy



Book-keeping definition:

Private savings surplus = Public deficit + balance of payments surplus



Private and Public saving ÷ real investment = Balance of payment current account

# Den private sektors investerings/opsparingsbalance har betydning for:

1. Den private sektors finansielle formue**akkumulation** → den offentlige sektors akkumulerede gæld (anlægsinvesteringer dvs. indenlandske reale aktiver) eller (udlandsformue).
2. Konjunkturstyringen må afpasses den løbende ubalance mellem privat opsparing og reale investeringer (+ saldo på de løbende poster).
3. Derimod giver det bedre mening at stile mod en **holdbar *samfundsøkonomi*** med lav arbejdsløshed og en positiv (men ikke for stor) udlandsformue



Public finance er et instrument ikke et mål, derved adskiller den fra husholdningsøkonomi !!!

**1. Public budget er et instrument**

til at skabe samfundsøkonomisk balance, primært 'fuld beskæftigelse'

**2. Budgetsaldoen bør ikke være et mål i sig selv**

Fordi,

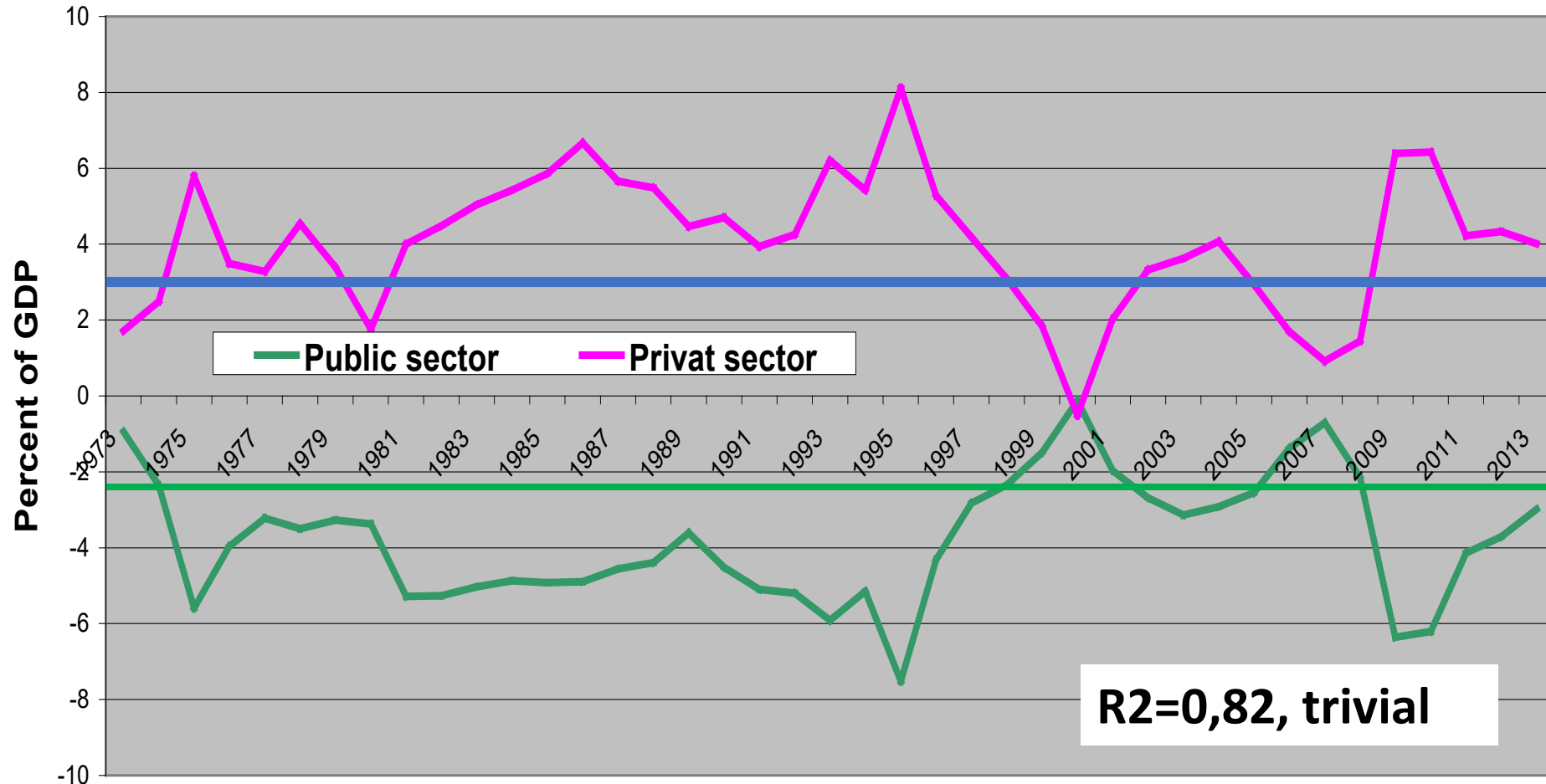
3. Den afspejler opsparings/investerings ubalancen i den private sektor (lukket økonomi)

4. Opsparingen og likviditeten kommer af sig selv: self-financing! Det er så svært at forstå, når man ræsonnere som omdet er en husholdnings økonomi.

# EU(15): Getting causality right!

Private Sector surplus  $\Leftrightarrow$  Public Sector Deficit?

Excess Private saving  $\rightarrow$  public deficit (and foreign surplus)

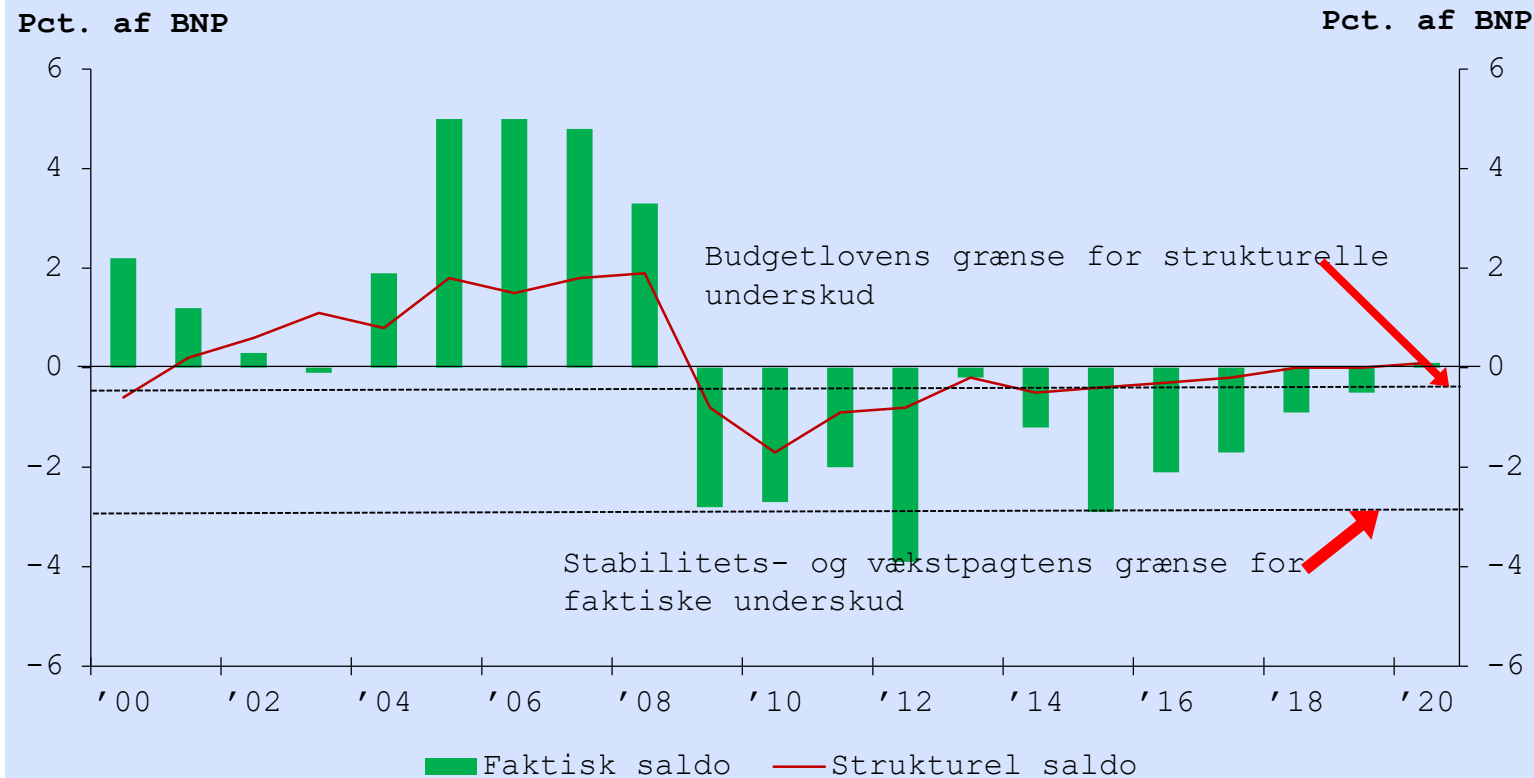


Source:OECD, Economic Outlook, no. 90 & 93

1. Collapse of private real investment
2.  $\rightarrow$  Unemployment
3.  $\rightarrow$  Public sector budget deficit

# *Konjunkturstyring*: Hvilken finanspolitik ville have sikret fuld beskæftigelse – ifølge FM-model?

App. figur 7.1. Det offentlige sektorbudget, pct. af BNP



Kilde: Finansredegørelsen, 2014, kap. 7 s. 321,  
<https://www.fm.dk/publikationer/2014/finansredegørelse-2014>.

# Getting causality right

What matters is the private sector imbalance and balance of payments (current account)

Unemployment is a waste of real resources and (causes social misery)

Caused by lack of private effective demand:

Private financial savings exceed private real investment

Full stop

# Modern Monetary Theory – Economics of Reality

Kombination af:

1. Keynes
2. Abba Lerner
3. Wynn Godley (Marc Lavoie)
4. Og 'sund fornuft' – rationalitet?

Tak for opmærksomheden