
Stärken und Schwächen der Modern Monetary Theory

SEBASTIAN DULLIEN UND SILKE TOBER

Sebastian Dullien, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung der Hans-Böckler-Stiftung (IMK), E-Mail: sebastian-dullien@boeckler.de

Silke Tober, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung der Hans-Böckler-Stiftung (IMK), E-Mail: silke-tober@boeckler.de

Zusammenfassung: Modern Monetary Theory (MMT) ist ein keynesianischer Ansatz, der Geld in den Mittelpunkt der Analyse stellt und die Rolle des Staates in einer geldvermittelten Marktwirtschaft herausarbeitet, in der Vollbeschäftigung weder den Normalfall noch ein Gravitationszentrum darstellt. In der wirtschaftspolitischen Debatte polarisiert MMT durch Aussagen wie ein moderner Staat könne nie ein Solvenzproblem haben und unterliege keiner Budgetrestriktion. Derartige wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen vernachlässigen wesentliche Elemente des theoretischen Rahmens und blenden gerade jene Aspekte der Makropolitik aus, die ein Abwägen zwischen verschiedenen Risiken bzw. unterschiedlichen Zielen erfordern. Budgetdefizite können zwar erforderlich sein, um wirtschaftliche Stabilität und einen hohen Beschäftigungsstand zu erreichen, der Staat kann Budgetdefizite aber selbst im Falle von Unterbeschäftigung nicht in beliebiger Höhe monetarisieren, da der Wert des Geldes von seiner Knappheit abhängt.

Summary: Modern Monetary Theory (MMT) is a Keynesian approach that places money at the center of the analysis and highlights the role of the state in a monetary market economy in which full employment is neither the norm nor a center of gravity. In the policy debate, MMT polarizes by claiming a modern state could never have a solvency problem and faces no budget constraint. Such economic policy conclusions neglect essential elements of the theoretical framework and thereby ignore key macroeconomic aspects that require weighing different risks or objectives. Budget deficits may be necessary to achieve economic stability and high employment, but the state cannot monetize budget deficits without limit even in the event of underemployment because the value of money hinges on its scarcity.

→ JEL classification: E42, E50, E63, B52

→ Keywords: Modern Monetary Theory, budget deficits, monetary financing, fiscal policy

Einleitung

Spätestens seit die US-amerikanische Kongressabgeordnete Alexandria Ocasio-Cortez Anfang 2019 forderte, Modern Monetary Theory (MMT) müsse stärker in die Diskussion einbezogen werden, hat letztere den Sprung aus dem blog-basierten Nischendasein in die breite Öffentlichkeit geschafft. Dabei polarisieren MMT-Autor_innen mit Aussagen wie ein moderner Staat könne „nie ein Solvenzproblem haben“ (Kelton 2019) und ein Staat mit eigener Währung habe „keine Budgetrestriktion“ (Mitchell et al. 2019, S. 13).¹ Brad DeLong (2019) und Peter Bofinger (2019) sind mit einer verhalten positiven Haltung zu MMT in der klaren Minderheit unter Ökonom_innen. Demgegenüber äußerte die künftige EZB-Präsidentin Lagarde (2019), MMT habe nur in Zeiten von Deflation Relevanz, die ehemalige Fed-Chefin Yellen hält MMT-Autor_innen für „verwirrt“ (Curran 2019) und die Ökonomen Summers (2019) und Rogoff (2019) stufen die Ideen von MMT-Autor_innen als gefährlich ein.

Im Folgenden liefern wir zunächst einen Überblick über die Positionen der Modern Monetary Theory. Anschließend stellen wir die Stärken dieses makroökonomischen Ansatzes dar, indem wir zeigen, dass es sich bei MMT im Wesentlichen um einen keynesianischen Ansatz handelt, der insoweit als Analyserahmen für eine moderne Geldwirtschaft schlüssig und erkenntnisbringend ist. Im darauf folgenden Abschnitt diskutieren wir die Schwächen der MMT, die im Bereich der wirtschaftspolitischen Schlussfolgerungen besonders ausgeprägt sind. Dabei erläutern wir, dass die wirtschaftspolitischen Schlussfolgerungen wesentliche Elemente vernachlässigen, die sich aus dem theoretischen Rahmen ergeben, wodurch MMT-Autor_innen bei der Politikberatung gerade jene Aspekte der Makropolitik ausblenden, die besonders knifflig sind und ein Abwägen zwischen verschiedenen Risiken bzw. unterschiedlichen Zielen erfordern. Wir schließen mit einer Zusammenfassung und einem Ausblick.

I MMT kompakt

Modern Monetary Theory wurde ab den 1990er Jahren von den überwiegend US-amerikanischen Ökonom_innen Warren Mosler, Bill Mitchell, Jan Kregel, Stephanie Kelton, Pavlina Tcherneva, Mat Forstater, Edward Nell, Scott Fullwiler, Eric Tymoigneist und anderen entwickelt. Es handelt sich um eine keynesianische Theorieströmung, deren Vertreter_innen nicht nur die verschiedenen Spielarten angebotsorientierter Wirtschaftstheorie ablehnen, sondern auch das IS-LM-Standardmodell (neoklassische Synthese) der siebziger und achtziger Jahre und die neukeynesianische Theorie, die seit den neunziger Jahren den ökonomischen Mainstream bildet.

MMT verbindet theoretische Elemente zur effektiven Nachfrage aus den Schriften von Keynes und Kalecki mit der Theorie des staatlichen Geldes von Knapp (1905), der Saldenmechanik von Godley (1996), der funktionellen Finanzpolitik von Lerner (1943) und der Finanzmarktanalyse von Minsky (1986). In den Mittelpunkt der Analyse stellt MMT die Fiskalpolitik eines souveränen Staates, der seine eigene Währung bereitstellt. In einer solchen modernen Marktwirtschaft ist ein Budgetdefizit nicht per se als negativ zu bewerten.

1 Englisches Original (Mitchell et al. 2019, S. 13): „The most important conclusion reached by MMT is that the issuer of a currency faces no financial constraints.“

Ob ein ausgeglichenes Budget, ein Budgetüberschuss oder ein Budgetdefizit makroökonomisch sinnvoll sind, hängt nach Einschätzung von MMT-Autor_innen von der aggregierten Gesamtnachfrage ab und damit insbesondere davon, ob der private Sektor einen Ausgabenüberschuss anstrebt oder Finanzvermögen aufbauen möchte. Letzteres ist nur dann möglich, wenn der Staat oder das Ausland ein entsprechendes Defizit zulässt. Daraus folgt, dass ein Budgetdefizit zu hoch ist, wenn sich Inflation andeutet, während es zu niedrig ist, wenn es Arbeitslosigkeit gibt.

MMT-Autor_innen betonen, dass der Staat nicht mit privaten Wirtschaftssubjekten gleichzusetzen ist, da er einen deutlich höheren Aktionsspielraum hat. Insbesondere hat er mehr Einfluss auf die Tragfähigkeit seiner Schulden als der private Sektor, weil er nicht nur die Steuerhoheit besitzt, sondern beispielsweise mit Infrastrukturmaßnahmen das künftige Produktionspotential steigern (Kelton 2019) und mittels der Geldpolitik die Zinsen unter der Wachstumsrate der Volkswirtschaft halten könne (Wray 2015, S. 66).

Im Einklang mit anderen postkeynesianischen Theorien leitet MMT eine inhärente Instabilität der geld- und kreditvermittelten Volkswirtschaften ab sowie eine Tendenz dieser, Unterbeschäftigungsgleichgewichte zu produzieren und in solchen zu verharren. MMT-Autor_innen zufolge müssen aber weder Instabilität noch Unterbeschäftigung hingenommen werden, sondern können durch eine aktive Fiskalpolitik, insbesondere eine staatliche Arbeitsplatzgarantie, sowie eine verstärkte Regulierung der Märkte beseitigt werden. Beschränkt seien die Staatsausgaben eines Staates mit souveräner Währung und flexiblen Wechselkursen einzig und allein durch Inflation.

2 Stärken der MMT

Eine Stärke der MMT ist es, Geld in den Mittelpunkt der Analyse zu stellen. Bereits Keynes (1936) hatte herausgearbeitet, dass Geld nicht lediglich einen Schleier über die Realwirtschaft wirft, sondern neben dem Preisniveau auch die reale Produktion und Beschäftigung beeinflusst. Eine moderne Marktwirtschaft ist keine Tauschwirtschaft, in der ein besonders geeignetes Gut die Rolle als Tauschmittel (Transaktionsmittel) ausübt. An erster Stelle steht nicht die Transaktionsmittelfunktion des Geldes, sondern die Funktion als Inhalt von Kontrakten (Schulden Tilgungsmittel) und damit einhergehend die Funktion als Rechnungseinheit.

Der theoretische Grundgedanke der Modern Monetary Theory lautet „Taxes drive money“ (Wray 2015, S. 278). In Anlehnung an Knapps Abhandlung zur Theorie des Staatlichen Geldes aus dem Jahre 1905 wird Geld als ein vom Staat herausgegebenes Mittel zur Tilgung von Schulden gefasst (Wray 2015, S. 5, 156). Dieses Geld erhält seinen Wert dadurch, dass der Staat Verbindlichkeiten schafft, insbesondere Steuern, die in diesem Geld beglichen werden müssen. Am logischen Anfang einer Geldwirtschaft steht daher eine Verbindlichkeit der Bevölkerung gegenüber dem Staat, die eine Nachfrage nach dem vom Staat herausgegebenen Geld zur Begleichung der Schulden erzeugt (Wray 2015, S. 54, Ehnts 2017, S. 30).

Eine ähnliche Herleitung des Geldes findet sich auch in anderen postkeynesianischen Theorien, beispielsweise im Monetärkeynesianismus (Schelkle 1992, Tober 1999) und vereinzelt sogar in der Neoklassik (Starr 1974). Der Staat erzeugt eine Nachfrage nach der nationalen Währung, indem er auf diese Währung lautende Steuern oder Abgaben erhebt. In der Folge wird die nationale Währung zum Transaktionsmittel, weil Wirtschaftssubjekte ihre Arbeitskraft und produzierte Güter für dieses Geld tauschen, um ihre Schulden beim Staat zu begleichen. Diese anfängliche Akzep-

tanz der Währung ermöglicht es dem Staat, den Wert der Währung zu beeinflussen, indem er das Geldvolumen durch die Zentralbank (Riese 1995) bzw. die Steuerpolitik (Ehnts 2017, S. 72) knapp hält. Eine etablierte Währung dient alsdann auch als Wertaufbewahrungsmittel.²

Ebenfalls eine Stärke der MMT ist die Beschreibung der Interaktion von Zentralbank und Bankensystem. Anders als in Lehrbüchern noch heute oft dargelegt, bestimmt die Zentralbank nicht die Geldmenge, sondern legt ihren Leitzins fest, während die Geldmenge endogen durch die Interaktion von Banken und Nichtbanken bestimmt wird. Entsprechend fühlten sich die MMT-Vertreter_innen bestätigt, als die Bank of England im Jahr 2014 klarstellte, dass „in reality, the theory of the money multiplier operates in the reverse way to that normally described“ (McLeay et al. 2014, S. 21) und die Deutsche Bundesbank in einem Monatsbericht drei Jahre später schrieb, dass „die Fähigkeit der Banken, Kredite zu vergeben und Geld zu schaffen, nicht davon ab[hängt], ob sie bereits über freie Zentralbankguthaben oder Einlagen verfügen.“ (Deutsche Bundesbank 2017, S. 15).

Zwar ist die Tatsache, dass Geld und Kredit „aus dem Nichts“ (Riese 1995) geschaffen werden und am Anfang des Einkommensbildungsprozesses stehen, bereits bei Keynes (1930) und später bei Tobin (1963) zu lesen, aber die Tatsache, dass sich zwei führende Zentralbanken jüngst ausführlich damit beschäftigten, deutet darauf hin, dass die durch die frühere Modellierung ausgelöste Verwirrung bei Studierenden und gegebenenfalls bei Makroökonom_innen ohne geldtheoretische Bildung bis heute nachwirkt.

Eine mit der Endogenität des Geldes eng verbundene Stärke der MMT ist es, das Keynesische Spar-Paradoxon zu thematisieren und mit der von Wolfgang Stützel und Wynne Godley ausgebauten Saldenmechanik zu untermauern. MMT-Autor_innen argumentieren wie auch andere Post-keynesianer_innen, dass nur Zentralbankgeld und Staatsanleihen Netto-Finanzvermögen für den privaten Sektor in einer geschlossenen Volkswirtschaft darstellen können. Daher impliziert ein ausgeglichener Staatshaushalt, dass der private Unternehmenssektor und der private Haushaltssektor zusammengenommen keine Ersparnisse bilden (Wray 2015, S. 212). Ist der private Haushaltssektor demgegenüber bestrebt mehr zu sparen als der Unternehmenssektor investieren will, sinken Produktion und Einkommen. In den ersten Jahren nach der internationalen Finanzmarktkrise zeigte sich diese Wirkungskette als die Staaten Budgetüberschüsse anstrebten, obwohl auch der private Sektor seine Schulden abbauen wollte (IMF 2015, S. 111ff, Krugman 2015). Während Individuen zusätzlich sparen können, indem sie ihre Ausgaben verringern, kann die Gesellschaft als Ganzes nur dann mehr sparen, wenn mehr ausgegeben wird (Wray 2015, S. 27). Damit gehören MMT-Autor_innen zu der Gruppe Ökonomen_innen, die sich gegen die im Nachklang der internationalen Finanzkrise weit verbreitete Ansicht stellten, der Staat müsse wie die privaten Haushalte die Ausgaben kürzen und konsolidieren, um die Krise zu überwinden. Nicht nur ist die Budgetbeschränkung des Staates weniger eng als die Budgetbeschränkung privater Haushalte, der Staat spielt zudem eine besondere Rolle im Wirtschaftsprozess, da Vollbeschäftigung weder den Normalfall noch das Gravitationszentrum einer Geldwirtschaft darstellt.

2 Der Verlust der Geldfunktionen erfolgt in umgekehrter Reihenfolge. Als Folge höhere Inflation wie zum Beispiel nach einem Krieg verliert die Währung als erstes die Rolle als ein Wertaufbewahrungsmittel, dann wird es als Transaktionsmittel durch stabilere Währungen oder auch Güter (Zigaretten nach dem zweiten Weltkrieg) ersetzt (Robinson 1938, Riese 1986, S. 214 ff.). Die abnehmende Verwendung als Wertaufbewahrungs- und Transaktionsmittel erhöht die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, so dass sich die Inflation auch ohne weitere Geldausweitung beschleunigt (Wray 2015, S. 253). Sofern Steuern aber weiterhin in der nationalen Währung bezahlt werden und längerfristige Verträge auf die nationale Währung lauten, geht die Funktion als Schuldentilgungsmittel als letzte verloren.

MMT-Autor_innen arbeiten ferner heraus, dass ein Finanzierungsüberschuss des privaten Sektors bei ausgeglichenem Staatshaushalt saldenmechanisch nur möglich ist, wenn die Volkswirtschaft Leistungsbilanzüberschüsse aufweist, und heben die offensichtliche, aber oft vernachlässigte Einsicht hervor, dass nicht alle Länder Leistungsbilanzüberschüsse haben können: die Überschüsse der einen müssen sich in Defiziten der anderen widerspiegeln. Diese merkantilistische Strategie „eine Produktionslücke zu schließen“ begreift MMT wie bereits Keynes als Beggar-thy-Neighbor-Strategie, mit der das Problem einer unzureichenden Nachfrage auf die Handelspartnerländer abgewälzt wird (Mitchell et al. 2019, S. 201).

Auch der Vorschlag der Job-Garantie mit Bezahlung auf Mindestlohniveau plus Sozialversicherung als Instrument zur Stabilisierung der Wirtschaft auf einem Niveau mit möglichst niedriger Arbeitslosigkeit kann grundsätzlich als Stärke von MMT interpretiert werden. Mit der Job-Garantie werden die Mitglieder der Arbeitsmarktreserve sozial abgesichert und im Arbeitsprozess gehalten. Auf der einen Seite werden so die sozialen Probleme von Arbeitslosigkeit abgemildert, auf der anderen Seite – zumindest theoretisch – dem Verlust grundsätzlicher Qualifikationen der Arbeitslosen und damit Hysteresis am Arbeitsmarkt entgegengewirkt. Nach Ansicht der MMT-Vertreter_innen wird zudem der Mindestlohn durch die Job-Garantie zu einem Anker der Löhne, der inflationären Druck im Aufschwung wie auch deflationären Druck im Abschwung mindert (Wray 2015, S. 223). Technisch gesprochen verstärkt dieser Politikvorschlag die Rigidität der Löhne, die auch für neukeynesianische Modelle kennzeichnend ist, aber in (post)keynesianischen Modellen keine Unvollkommenheit darstellt, sondern in einem theoretisch vorgelagerten Schritt kumulative Prozesse des Preisniveaus und der Produktion verhindert (Leijonhufvud 1990, S. 272). Laut den MMT-Vertreter_innen wird über die Job-Garantie die Inflation im Aufschwung zunächst gedämpft, da Arbeitnehmer aus diesem Pool im Privatsektor eingestellt werden können, wenn die Lohnforderungen im privaten Sektor stark zunehmen. Im Abschwung werden Inflation und Produktion dadurch stabilisiert, dass Arbeitnehmer auf einen garantierten Arbeitsplatz mit Mindestlohn-Bezahlung zurückgreifen können. Diese Stabilisierungsfunktion gleicht der Interpretation von Mindestlöhnen und sozialer Absicherung als „Deflationsbremse“ in anderen postkeynesianischen Ansätzen. Wesentlich fragwürdiger ist allerdings, ob das Instrument auch zur Inflationskontrolle plausibel geeignet ist (siehe auch weiter unten).

3 Schwächen der MMT

Trotz der nachvollziehbaren keynesianischen Elemente hat die MMT-Theorie allerdings auch einige Schwachstellen, die zu äußerst fragwürdigen Politikempfehlungen führen.

Ein analytischer Fehler besteht darin anzunehmen, dass der Staat das Geld, das er als Steuern einfordert, zunächst ausgeben muss.³ Dies ist umso erstaunlicher, als MMT die Endogenität von Geld und Kredit hervorhebt. Diese Endogenität basiert aber überwiegend auf einer Verschuldung der Banken bei der Zentralbank. Banken verschulden sich bei der Zentralbank, um an das Zentralbankgeld (Reserven oder Banknoten) zu kommen, die sie im Zuge der Kreditvergabe benötigen. Daher besteht kein zwingender Zusammenhang zwischen der Höhe der Zentralbankgeldmenge und der fiskalischen Ausrichtung des Staates.

3 Beispielsweise erklärt Wray (2015, S. 3): „... households need the government to spend before they can pay taxes!“

In ihren wirtschaftspolitischen Schlussfolgerungen proklamieren die MMT-Autor_innen, dass bei der Anwendung expansiver Fiskalpolitik keine Rücksicht auf das Niveau ausstehender Staatsanleihen bzw. der Geldmenge genommen werden müsse. Die einzige Grenze für solch eine Politik ist laut MMT Vollbeschäftigung und eine dadurch in Gang gesetzte Inflation. Grund für die Gelassenheit bei der Staatsverschuldung ist die These, dass ein souveräner Staat mit eigener Zentralbank, der sich in eigenem Geld verschuldet, nicht insolvent werden kann, weil er immer ausreichend Geld drucken kann, um die eigenen Verbindlichkeiten zu bedienen (Wray 2015, S. 67).

An dieser Stelle ist zunächst festzustellen, dass diese These kurzfristig in einem Umfeld geprägt von Unterbeschäftigung und sehr niedriger Zinsen nicht weit davon entfernt ist, was auch einige Mainstream-Ökonom_innen vertreten: Bei einem nominalen Leitzins von Null sind die Kosten zusätzlicher Staatsverschuldung gering und eine Politik, die in der Summe die Produktion und die Inflation erhöht, finanziert sich zum Teil selber.⁴ Zudem können Budgetdefizite angesichts des eingeschränkten geldpolitischen Spielraums sogar erforderlich sein, um eine Krise zu verhindern (Bernanke 2016, Bartsch et al. 2019).

MMT geht allerdings weiter und empfiehlt diese Art der Politik als grundsätzlich richtig und risikofrei. Das Hauptargument besteht darin, dass der Schuldendienst auch bei – von der Notenbank zur Konjunktursteuerung erhöhten Zinsen – einfach durch die Emission neuen Geldes bedient werden könne.

Das ist zwar insofern richtig, als Zinsverbindlichkeiten in eigener Währung – wie andere Verbindlichkeiten des Staates in eigener Währung – immer durch eine Expansion der Geldmenge bedient werden können. Allerdings stellt sich die Frage nach den ökonomischen Konsequenzen einer solchen Politik. Alle gängigen Theorien würden im Fall einer derartigen permanenten und kontinuierlichen Ausweitung der Geldmenge vor möglichen Inflationsgefahren warnen. Auch MMT-Autor_innen akzeptieren, dass es einen Zusammenhang zwischen monetisierten Budgetdefiziten und Inflation bzw. Hyperinflation gibt, auch wenn sie eine simple quantitätstheoretische Begründung richtigerweise ablehnen.⁵ Tatsächlich ist der These von Wray (2015, S. 258 ff) durchaus zuzustimmen, dass bei Hyperinflationen historisch stets mehrere Faktoren zusammentrafen, insbesondere ein negativer Angebotsschock und eine mangelnde Fähigkeit des Staates Steuereinnahmen zu generieren. In einer fortgeschrittenen Inflation ist eine weitere Geldmengenausweitung zudem keine Voraussetzung für eine weitere Beschleunigung, da der Verlust der Wertaufbewahrungsfunktion des Geldes einen Anstieg der Umlaufgeschwindigkeit bewirkt.

Aus stabilitätspolitischer Sicht geht es in einer Geldwirtschaft nicht nur um das Verhindern von Hyperinflationen, sondern auch um das Stabilisieren von Inflationsprozessen deutlich unterhalb dessen was üblicherweise als „Hyperinflation“ verstanden wird. Während man eine Inflation als „Hyperinflation“ bezeichnet, wenn die monatliche Inflationsrate 50 Prozent überschreitet⁶ (was einer Jahresrate von mehr als 10.000 Prozent entspricht), gelten üblicherweise schon zweistellige

4 Siehe hierzu etwa das Modell von Schmidt (2017).

5 „In conclusion, there is a link among high (or hyper) inflation, budget deficits, and 'money supply', although it is not a simple Monetarist dynamic“ (Wray 2015, S. 263).

6 Vgl. Cagan (1956) oder Nicolini (2008).

jährliche Inflationsraten als problematisch, weil sie zu Fehlallokation und Verzerrungen führen. Insbesondere wird von MMT aber unterschätzt, dass Inflation ein kumulativer Prozess ist, der einen Abwertungsdruck erzeugt und die Qualität der Währung aushöhlt.

Ein Anstieg der Inflationsrate durch Geldschöpfung in einer offenen Volkswirtschaft lässt sich mit einer Vielzahl – auch von Postkeynesianer_innen verwendeten und akzeptierten – Modellen herleiten, ohne Rekurs auf eine durch Vollbeschäftigung ausgelöste Einkommensinflation. Geld hat – neben den Zahlungsmittelfunktionen –⁷ auch eine Wertaufbewahrungsfunktion. Deshalb muss Geld als Vermögenstitel gesehen werden, der in Konkurrenz zu inländischen Wertpapieren und Aktien sowie ausländischen Devisen und Anlagen steht. Auch wenn Geld als gesetzliches Zahlungsmittel anerkannt wird, ist eben nicht von vorneherein gesagt, dass die Empfängerin eines Geldbetrages diesen auch bei gegebenen Vermögenspreisen in ihrem Portfolio halten will, selbst wenn sie ihr Einkommen sparen möchte.⁸

Analysiert man die Anlageentscheidung der Individuen bei (endogener oder exogener) Ausweitung der Geldmenge bzw. des inländischen Bond-Bestandes mit einem Portfolio-Modell (Tobin 1982; Dullien 2004), so folgt aus einer entsprechenden Ausweitung auch ein Anstieg der (nominalen) Nachfrage nach ausländischen Anlagen. Dieser Anstieg der Nachfrage nach ausländischen Anlagen wird befriedigt, indem ein Anstieg des Wechselkurses (also eine Abwertung der heimischen Währung) den nominalen Wert von existierenden Devisenbeständen und anderen ausländischen Anlagen erhöht.

In der MMT-Literatur wird zwar erwähnt, dass eine Abwertung durch steigende Importpreise das inländische Preisniveau erhöhen kann, allerdings wird dies zumeist als „einmaliger Preisschub“ interpretiert (Wray 2015, S. 225). Wenn allerdings der Staat seinen Schuldendienst kontinuierlich mit neu geschaffenem Geld deckt, so läuft dieses Argument ins Leere. Eine kontinuierliche Ausweitung der Geldmenge würde über Wechselkurseffekte portfoliotheoretisch eine kontinuierliche Abwertung bedeuten. Eine kontinuierliche Abwertung wiederum wäre auch kein einmaliger Preisschub mehr, sondern ein kontinuierlicher Verlust an Kaufkraft, der auch ohne weitere Zweitunden-Effekte zu einem permanenten Inflationsprozess führt. Noch dramatischer wird dieser Effekt, wenn man die Erwartungsbildung der Individuen bei der Portfolio-Allokation mit berücksichtigt. Wenn die Individuen die Ausweitung der Geldmenge und die daraus folgende Abwertung antizipieren, würden sie schon vorab ihre Anlagen in ausländische Währung umschichten, was den Preisschub durch steigende Importpreise vergrößern würde.

Inflation und Abwertung untergraben zudem die Qualität der Währung als Wertaufbewahrungsmittel und erhöhen die Risikoprämie für auf diese Währung lautende Wertpapiere. Die höheren Zinsen wiederum haben zur Folge, dass sich die Budgetlage des Staates verschlechtert und die Investitionstätigkeit gedämpft wird. Zwar könnte die Zentralbank über Staatsanleihenkäufe versuchen, die langfristigen Zinsen zu senken, allerdings würde die damit einhergehende Erhöhung der Zentralbankgeldmenge die oben beschriebenen Portfolioumschichtungen zuungunsten der Währung noch verstärken.

7 Die Zahlungsmittelfunktionen des Geldes sind die als Transaktionsmittel und als Schuldentilgungsmittel (Mittel künftiger Zahlung).

8 Vgl. Goodhart (1989, S. 33), der schreibt: „I will accept always any money offered me in payment for some sale at an agreed price, so that any addition [...] is always snapped up, but it does not mean that I will want to hold that amount of extra money in ultimate equilibrium.“

Je größer ein Preisschub, desto unwahrscheinlicher ist, dass die Beschäftigten den Verlust an Kaufkraft hinnehmen. Wie auch von Mitchell et al. (2019) beschrieben, würde ein Anstieg der Nominallohne eine Kosteninflation verursachen, die bei Akkommodation durch die Wirtschaftspolitik zu einem weiteren Anstieg der Inflation führt.

Hier kommt es zu dem nächsten Problem mit MMT: Die propagierten Mechanismen zur Inflationskontrolle jenseits der Geldpolitik sind wenig überzeugend. Zum einen wird gefordert, über höhere Steuern oder Rückführung der Staatsausgaben die gesamtwirtschaftliche Nachfrage so anzupassen, dass ein Vollbeschäftigungsgleichgewicht erreicht wird. Zum anderen wird proklamiert, dass die Beschäftigungsgarantie den inflationären Lohndruck eindämmen würde. Dabei argumentieren Wray (2015, S. 223) und Mitchell et al. (2019, S. 290 ff), dass die Unternehmen aus dem Pool der in der Job-Garantie Beschäftigten leichter neue Arbeitskräfte rekrutieren könnten als in einer Situation ohne Job-Garantie aus dem Pool der Arbeitslosen, weil die in der Job-Garantie Beschäftigten anders als Arbeitslose nicht ihre Beschäftigungsfähigkeit verlören.

Beide vorgeschlagenen Arten des Instrumenteneinsatzes sind fraglich: Eine starke und häufige Anpassung der Steuersätze dürfte zu Allokationsverzerrungen und Anpassungskosten führen; starke und häufige Anpassungen der Staatsausgaben sind nur sinnvoll, wenn der Staat mit seinen Ausgaben in hinreichendem Maß Güter bereitstellt, die nicht als notwendig erachtet werden; ansonsten würde eine Variation der Staatsausgaben zu einer unsinnigen Variation der bereitgestellten öffentlichen Güter führen. Diskretionäre Ausgabensteigerungen setzen zudem voraus, dass es hinreichende Projekte in der Warteschlange gibt.

Die von MMT geforderte Job-Garantie hat zwar den Vorzug, ein automatischer Stabilisator zu sein. Sie dürfte bei der Verhinderung von Deflation aber wirksamer sein als im Falle der Inflation, da sie selbst im günstigsten Fall lediglich bewirkt, dass die Arbeitsmarktreserve reibungsloser in den Wirtschaftsprozess integrierbar ist, also das unmittelbar aktivierbare Arbeitsangebot höher ist.

Analog zu den Schwierigkeiten einer deutlichen Variation der diskretionären Staatsausgaben über den Zyklus stellt sich die Frage, welche Aufgaben diese Beschäftigten wahrnehmen sollen, da ihr Einsatz über den Konjunkturzyklus stark variieren soll, um die Schwankungen der Nachfrage im Privatsektor auszugleichen. Wichtige öffentliche Güter kommen nicht in Frage, da diese Güter in einem Boom wegfielen (wenn kaum jemand in der Job-Garantie beschäftigt ist). Wenn die Beschäftigten in der Job-Garantie dagegen Substitute für die Produktion des Privatsektors herstellen sollen, besteht das Risiko einer Aushöhlung der privaten Unternehmen, weil der Staat im Abschwung mit wachsender Beschäftigung in der Job-Garantie eine stärkere Konkurrenz zum Privatsektor wird und möglicherweise Privatunternehmen durch diese zusätzliche Konkurrenz zusätzlich unter Druck setzt. Wenn die Beschäftigten in der Job-Garantie aber weder gewünschte öffentliche Güter herstellen sollen noch Güter, für die eine Nachfrage des Privatsektors besteht, stellt sich die Frage, was sie herstellen sollen und ob tatsächlich ihre Fähigkeit zum Wechsel auf den ersten Arbeitsmarkt – wie von MMT-Autor_innen unterstellt – erhalten bleibt.

4 Fazit

Es ist kein Zufall, dass der Modern Monetary Theory der Durchbruch im Nachklang der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise gelang. Ihr Schwerpunkt liegt auf der stabilisierenden Wirkung der Fiskalpolitik, die in den vergangenen Jahrzehnten stark vernachlässigt wurde. Die durch relativ geringe Schwankungen der wirtschaftlichen Aktivität gekennzeichnete Zeit der Great Moderation ab Mitte der 1980er Jahre beförderte ein zunehmendes Vertrauen in die stabilisierende Kraft der Geldpolitik einer unabhängigen Zentralbank. Demgegenüber wurde die konjunkturelle Bedeutung der Fiskalpolitik vernachlässigt, was insbesondere im Euroraum zu einer deutlichen Verschärfung der Krise beitrug.

Blanchard (2019) zeigte jüngst anhand eines Standardmodells, dass die Wohlfahrtsverluste und fiskalischen Kosten von Budgetdefiziten gering sind, sofern der risikolose Zins geringer ist als die Wachstumsrate, und stellt nebenbei fest, dass ein Budgetdefizit im Falle einer negativen Produktionslücke und einem nahe Null liegenden Geldmarktzins nicht nur erforderlich ist, sondern gegebenenfalls keinerlei Kosten verursacht (Blanchard 2019, S. 31–32). Die theoretische Herausforderung für MMT liegt darin, die Bedingungen dafür zu formulieren, dass der Staat tatsächlich durch seine Staatsanleihen *sichere* Aktiva bereitstellt und damit den risikolosen Zins zahlt. Die Kernelemente sind bei MMT bereits enthalten, indem Inflation die Budgetbeschränkung des Staates darstellt und klargestellt wird, dass auch ein Staat mit souveräner Währung „nur das kaufen kann, was in seiner Währung angeboten wird“ (Wray 2015, S. 127). Eine stärkere Berücksichtigung der Tatsache, dass „Vertrauen in die künftige Zahlungsfähigkeit des Wirtschaftenden“ die „Schlüsselgröße einer Kreditwirtschaft“ ist (Riese 1995, S. 135), was im Falle des Staates auch eine stabile Währung impliziert, würde die wirtschaftspolitischen Forderungen stärker in der Realität verankern.

Literaturverzeichnis

- Bartsch, Elga, Jean Boivin, Stanley Fischer und Philipp Hildebrand (2019): Dealing with the next downturn: From unconventional monetary policy to unprecedented policy coordination. Black Rock Investment Institute, Macro and Market Perspectives, August.
- Bernanke, Ben (2016): What tools does the Fed have left? Part 3: Helicopter money. Brookings Institution blog, April.
- Blanchard, Olivier (2019): Public Debt and Low Interest Rates. In: American Economic Review, Vol. 109(4), 1197–1229.
- Bofinger, Peter (2019): Modern monetary theory – the dose makes the poison. Social Europe, 16. April.
- Cagan, Paul (1956): The monetary dynamics of hyperinflation. In: Friedman, M. (Hrsg.): Studies in the quantity theory of money. Chicago, University of Chicago Press.
- Curran, Enda (2019): Yellen Says She’s ‘Not a Fan of MMT’ as List of Detractors Grows. Bloomberg, 25. März.
- DeLong, Bradford (2019): What is Modern Monetary Theory? DeLong’s Grasping Reality Blog.
- Deutsche Bundesbank (2017): Die Rolle von Banken, Nichtbanken und Zentralbank im Geldschöpfungsprozess. Monatsbericht April, Frankfurt/M., 15–36.
- Dullien, Sebastian (2004): The Interaction of Monetary Policy and Wage Bargaining in the European Monetary Union. Palgrave Macmillan, London/Basingstoke.

- Ehnts, Dirk H. (2017): *Modern Monetary Theory and European Macroeconomics*. Routledge.
- Godley, Wynne (1996): *Money, Finance and National Income Determination: An Integrated Approach*. Levy Economics Institute, Working Paper 167, Juni.
- Goodhart, Charles (1989): Has Moore Become too Horizontal? In: *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 12 (1), S. 29–34.
- International Monetary Fund (2015): *World Economic Outlook*. Washington DC, April.
- Kelton, Stephanie (2019): Interview. Bernie Sanders' 2016 economic advisor Stephanie Kelton on Modern Monetary Theory and the 2020 race.
- Keynes, John Maynard (1930): *A Treatise on Money: Vol. I., The Pure Theory of Money*. In: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. 5. Palgrave Macmillan, London/Basingstoke, for the Royal Economic Society, 1971.
- Keynes, John Maynard (1936): *The General Theory*, London.
- Knapp, Georg Friedrich (1905): *Staatliche Theorie des Geldes*. Duncker & Humblot, München.
- Krugman, Paul (2015): *Crowding in and the Paradox of Thrift*. New York Times Blog, 19. April.
- Lagarde, Christine (2019): Transcript of International Monetary Fund Managing Director Christine Lagarde's Opening Press Conference. 2019 Spring Meetings, 11. April.
- Leijonhufvud, Axel (1990): *Natural Rate and Market Rate*. In: Eatwell, J., M. Milgate und P. Newman (Hrsg.): *The New Palgrave. Money*. Palgrave Macmillan, London/Basingstoke, 268–272.
- Lerner, Abba P. (1943): *Functional Finance and the Federal Debt*. Social Research, Vol. 10, 38–51.
- McLeay, Michael, Amar Radio und Thomas Ryland (2014): *Money creation in the modern economy*. Bank of England, Quarterly Bulletin Q1/2014, London, 14–26.
- Minsky, Hyman P. (1986): *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale University Press.
- Mitchell, William, L. Randall Wray und Martin Watts (2019): *Macroeconomics*. Red Globe Press, London.
- Nicolini, Juan P. (2008): *Hyperinflation*. In: Palgrave Macmillan (Hrsg.): *The New Palgrave Dictionary of Economics*. Palgrave Macmillan, London/Basingstoke.
- Riese, Hajo (1986): *Theorie der Inflation*. J. C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen.
- Riese, Hajo (1995): *Geld: das letzte Rätsel der Nationalökonomie*. In: Betz, K., U. Fritsche, H. Heine, H. Herr, H. Joeßges, T. Roy und J. Schramm (Hrsg.): *Grundlagen eines monetären Keynesianismus*. Band 1, Metropolis Verlag 2001, 469–485.
- Robinson, Joan (1938): *The Economics of Inflation*. Review. *The Economic Journal*, 48 (191), 507–513.
- Rogoff, Kenneth (2019): *Modern Monetary Nonsense*. Project Syndicate, 4. März.
- Schelkle, Waltraud (1992): *Konstitution und Erosion einer Geldwirtschaft – Entwicklungsprobleme Indiens seit der Unabhängigkeit*. Schriften des Deutschen Instituts für Entwicklungspolitik, Berlin.
- Schmidt, Sebastian (2017): *Fiscal Activism and the Zero Nominal Interest Rate Bound*. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 49 (4), 695–732.
- Starr, Ross M. (1974): *The Price of Money in a Pure Exchange Monetary Economy with Taxation*. In: *Econometrica*, Vol. 42(1), 45–54.
- Summers, Lawrence (2019): *The left's embrace of modern monetary theory is a recipe for disaster*. Washington Post, 4. März.

- Tober, Silke (1999): Die Beendigung extremer monetärer Instabilität. Mit historischen Ausführungen zur westdeutschen Währungsreform 1948, der deutschen Währungsunion 1990 und ausgewählten Transformationsökonomien. Marburg.
- Tobin, James (1963): Commercial banks as creators of ‚money‘. Cowles Foundation Discussion Papers No. 159.
- Tobin, James (1982): Nobel Lecture: Money and Finance in the Macroeconomic Process. In: Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 14(2), 171–204.
- Wray, L. Randall (2015): Modern Money Theory – A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems. Palgrave Macmillan, 2nd edition.