

Dirk Ehnts

## „Modern Monetary Theory“ und Europäische Makroökonomie

In jüngster Zeit etabliert sich eine neue makroökonomische Denkschule, die aus den USA kommend als „Modern Monetary Theory“ bezeichnet wird. Das auch unter der Abkürzung MMT bekannte Theoriegebäude bekommt inzwischen zunehmend Aufmerksamkeit.<sup>1</sup> Mit Stephanie Kelton war eine der führenden MMT-Ökonomen Beraterin des US-Präsidentenskandidaten Bernie Sanders. Öffentlich bekannt ist auch Pavlina Tcherneva mit ihren wissenschaftlichen Studien zu ökonomischer Ungleichheit. Dieser Artikel enthält eine kurze Darstellung der MMT, in der auch die wichtigsten Kritikpunkte behandelt werden. Mein Buch dazu ist momentan die einzige deutschsprachige Darstellung dieser Theorie mit Bezug auf die Eurozone.<sup>2</sup>

Die entscheidenden Innovationen von MMT sind die Kombination von endogener Kreditschöpfung (Banken schaffen Giralgeld aus dem Nichts) und einer chartalistischen Sicht (Zentralbanken schaffen Zentralbankgeld aus dem Nichts) in Verbindung mit einer Makroökonomie, die sich strikt auf Einnahmen/Ausgaben und die damit verbundene Veränderung der finanziellen Nettoverschuldung der Sektoren Haushalte, Unternehmen, Staat und Ausland fokussiert. Zentral sind dabei Buchungssätze, die insbesondere die Verschränkung von Giralgeld und Zentralbankgeld erklären. Mithilfe der MMT sind Geld- und Finanzsystem einfach(er) zu verstehen und auch der Übergang zur Makroökonomie ist flüssiger als bei anderen Theorien. Wesentliche Erkenntnis: der moderne Staat, bestehend aus Regierung und Zentralbank, kann unbegrenzt Ausgaben tätigen, sollte diese Fähigkeit aber

hauptsächlich zur Erreichung von Vollbeschäftigung einsetzen.

### Von der Geldtheorie zur Makroökonomie

MMT erhebt den Anspruch, als Theorie eine empirisch nachweisbare Beschreibung der Realität zu liefern. Aussagen zum Geldsystem und zu makroökonomischen Zusammenhängen werden nur dann als wahr anerkannt, wenn sie als Buchungsvorgänge zwischen verschiedenen Bilanzen dargestellt werden können. MMT erfüllt so den Anspruch an eine empirische Wissenschaft, in der sich jede Hypothese an der Wirklichkeit messen lässt. Selbst wenn nicht alle Geldsysteme identisch sind, ist die „Falsifizierung“ diesbezüglicher Aussagen durch Analyse der Makro- und Teilbilanzen möglich. MMT legt den Schwerpunkt nicht auf die (historische) Erklärung von „Geld“ an sich, sondern betrachtet die Funktionen und Mechanismen der Schöpfung und Zerstörung von Einlagen bei Banken (Giralgeld) und Zentralbank (Reserven) in einem modernen Geldsystem mit staatlichem Geld.

MMT vertritt die These, dass die Entscheidung der Banken, Kredit zu gewähren, wesentlich von der Rückzahlungsfähigkeit des Kreditnehmers abhängt. Stimmen Einkommen und Bonität und liegen ausreichend Sicherheiten vor, schreibt die Bank dem Kredit-(Giro)konto des Kreditnehmers den Kreditbetrag gut. Die Bank verleiht danach also nicht bereits vorhandene Einlagen, sondern sie „schöpft“ neues Geld.<sup>3</sup> Wesentlich für die Kreditmenge

ist die Kreditnachfrage, die wiederum vom Zins beeinflusst wird.

Wie MMT zeigt, sind für Kredite keine Einlagen erforderlich; umgekehrt schaffen Kredite aber neue Einlagen. Weil dadurch mehr Geld im Umlauf ist, führt eine Erhöhung der Kreditvergabe tendenziell zu einer Zunahme der wirtschaftlichen Aktivität. Die Rückzahlung von Krediten hingegen führt zu einer entsprechenden Verringerung der Einlagen des privaten Sektors bei den Banken. Dies führt tendenziell zu einer Abschwächung der wirtschaftlichen Aktivität. Schwache Kreditvergabe bei gleichzeitig hoher Rückzahlung von Krediten führt dann notwendigerweise zu verminderter wirtschaftlicher Aktivität.

Wie dieses Beispiel zeigt, führen geldtheoretische Betrachtungen sofort in die Makroökonomie, denn Geld wird geschaffen, um Ausgaben tätigen zu können. Mit Geld werden Investitionen finanziert, aber auch der Erwerb von Rohstoffen, Kapitalgütern, Arbeit, sowie Finanztiteln – und damit von Kontrolle über Teile der Wirtschaft. Wer die moderne monetäre Ökonomie verstehen möchte, muss die Entstehung von Geld und Kredit verstanden haben. Dies ist auch der Zusammenhang, in den MMT als Theorie zu stellen ist. MMT trifft Aussagen über die Entstehung von Schuldtiteln, die als Forderungen und Verbindlichkeiten in Bilanzen dargestellt werden, und die Transaktionen, die zu Bewegungen in den Bilanzen führen. Der Fokus liegt dabei auf der Entstehung von Einlagen in den Banken und der Zentralbank, also dem, was normalerweise als „Geld“ bezeichnet wird. MMT ist also eine Beschreibung der heutigen Realität. Natürlich führt die Beschreibung der Realität zu Erkenntnissen über die Funktionsweise des Geldsystems und damit auch zu der Frage, wie dieses zu nutzen und zu verbessern ist und welche Kriterien dafür ausschlaggebend sind. Insofern ist MMT in der Anwendung eine Möglichkeit, basierend auf einer klaren Analyse der heutigen Funktionsweise des Geld- und Kreditsystems, über sinnvolle Wirtschaftspolitik und Reformen nachzudenken. Als Theorie hingegen nutzt sie als Methode der Abstraktion die doppelte Buchführung.

### *Warum besitzt Geld einen Wert? Geld als Geschöpf des Staates*

Die MMT wird auch als „post-chartalistisch“ bezeichnet, da sie auf dem Chartalismus von Georg Friedrich Knapp aufbaut. In „Staatliche Theorie des Geldes“ von 1905 argumentierte Knapp, dass der Wert des Geldes staatlichen Ursprungs sei. Herrschende Meinung war, dass es einen „intrinsischen“ Wert des Geldes gäbe. Die Kaufkraft komme daher, dass in der Münze Metall enthalten sei, auf welchem der Wert der Münze beruhe. Scheine hätten deswegen einen Wert, weil man sie in Münzen umtauschen könne. Knapp hingegen betonte, dass der souveräne Staat per Charta (daher: Chartalismus) bestimmt, in welcher Einheit die Steuern eingezogen werden. Geld besitzt also einen Wert, weil der Staat uns zu Steuer- und Abgabenzahlungen in seiner Währung zwingt. Um an die Währung des Staates zu kommen, bieten wir ihm und anderen Arbeitskraft, Güter, Dienstleistungen und Schuldtitel gegen Bezahlung in der staatlichen Währung an.

Wenn also nun die Nachfrage nach Euros daher rührt, dass der Staat uns die Steuern in Euros abverlangt, dann stehen wir sofort vor einem Problem. Wie können Unternehmen und Haushalte Steuern zahlen, wenn noch kein staatliches Geld im Umlauf ist? Steuerzahlungen in staatlicher Währung müssen zeitlich gesehen nach der Injektion von staatlichem Geld stehen, denn sonst ist einfach kein Geld vorhanden, um Steuern zahlen zu können. Mit anderen Worten: in einem modernen Geldsystem gibt der Staat erst Geld aus und nimmt *dann* dieses Geld als Tilgung von Steuerverbindlichkeiten wieder zurück. Die Akzeptanz des Geldes entsteht also dadurch, dass damit Steuerschulden getilgt werden können.

### *Steuern senken die Inflationsrate und finanzieren nicht die Staatsausgaben*

Entgegen der herrschenden Meinung werden also Staatsausgaben nicht immer durch Steuern finanziert. Der Staat muss das Geld zuerst ausgeben, bevor er dieses durch Steuerzahlungen wieder einsammeln kann. Bevor wir uns den Staatsanleihen zuwenden, sollten wir noch

kurz danach fragen, warum der Staat denn überhaupt Steuern erhebt, wenn er sie eigentlich zur Finanzierung der Staatsausgaben gar nicht benötigt. Ganz einfach: Jede staatliche Tätigkeit beansprucht einen Teil der jeweils allgemein vorhandenen Ressourcen. Werden diese durch konkurrierende wirtschaftliche Tätigkeit des Privatsektors überbeansprucht, kommt es zu einer entsprechenden Verteuerung der vorhandenen Kapazitäten und die Inflationsrate steigt. **Steuern entziehen dem privaten Sektor Kaufkraft. Geld, welches an den Staat fließt, kann nicht mehr für Ausgaben von Konsum- und Kapitalgütern verwendet werden. Dies senkt die Nachfrage und führt dazu, dass die Inflationsraten niedriger ausfallen. Je nachdem, wem das Geld wegbesteuert wird, können auch die Vermögenspreise – u. a. die Immobilienpreise – dadurch niedriger ausfallen. Steuern können also dazu eingesetzt werden, aus verteilungspolitischen Gründen dort Geld wegzunehmen, wo es zu Ergebnissen führt, die das Gemeinwohl negativ beeinträchtigen.** Dies ist rein funktional argumentiert, eine Theorie für das Gemeinwohl gibt es bei MMT nicht. Es darf angenommen werden, dass eine hohe Arbeitslosigkeit oder eine hohe Inflationsrate das Gemeinwohl nicht fördert, und dass daher Möglichkeiten zur Steigerung der Beschäftigung bzw. Reduzierung der Inflation (bspw. Steuer-erhöhungen) im Interesse der Allgemeinheit liegen sollten, sofern es derartige Probleme gibt. Die Schlussfolgerung aus der neuen Einsicht in die funktionale Rolle der Steuern sollte sein, dass die Bekämpfung der Steuerflucht nicht bloß aus Gründen der Steuergerechtigkeit und zur Unterstützung mit der jeweiligen Steuer verfolgten Politik erfolgen sollte, sondern in erster Linie zur Erhaltung des allgemeinen Geldwerts. Eine Erhöhung der Steuereinnahmen zwecks Finanzierung von zusätzlichen Ausgaben ist nicht unmittelbar erforderlich. Eine Ausnahme hiervon sind die Ausgaben von Bundesstaaten, kommunalen Regierungen, Staaten die ihre Währung an die Währung eines anderen Staates (z.B. den USD) gekoppelt haben und, vielleicht erstaunlicherweise, den Mitgliedsländern der Eurozone. Die genauen Unterschiede zu den anderen Währungssystemen werden wir später betrachten, an dieser Stelle reicht

der Hinweis, dass sich die Mitgliedländer aus Steuereinnahmen und Anleiheemissionen finanzieren müssen; das zeigt sich auch darin, dass die EZB Banken rettet, die in Not geraten sind, aber keine Regierungen, jedenfalls nicht durch unmittelbare Finanzierung. (Seit Mario Draghi EZB-Präsident ist, hat sich die EZB von diesem Grundsatz verabschiedet.) In fast allen Währungssystemen sind Steuern also zur Finanzierung von Staatsausgaben nicht notwendig. Weiter unten auf den staatlichen Ebenen, in Deutschland bei den Bundesländern und Gemeinden, ist dies nicht der Fall, da hier andere fiskalische Regeln als für den Bundesstaat gelten.

Wir können also festhalten (Geld sind Einlagen bei Banken und der Zentralbank; staatliches Geld sind Einlagen allein bei der Zentralbank):<sup>4</sup>

1. Geld entsteht aus Schuldverhältnissen;
2. Geldschöpfung ist normalerweise Kredit-schöpfung (private und staatliche);
3. Staatliches Geld sind Aufrechnungsgut-schriften für Steuerschulden;
4. Die Steuerschulden geben dem Geld einen Wert;
5. Staatliches Geld wird für Steuerzahlung oder den Kauf von Staatsanleihen verwendet;
6. Die private Ersparnis entspricht der Geld-schöpfung und dem staatlichen Defizit.

*Die Finanzierung der Staatsausgaben durch Emission von Staatsanleihen*

Steuern dienen also nicht der unmittelbaren Finanzierung von Staatsausgaben der jeweiligen Bundesregierung, was nicht bedeutet, dass sie nicht dazu verwendet werden können. Die Bundesregierung muss ihre Steuereinnahmen durchaus zur Finanzierung von Staatsausgaben verwenden (s.o.). Allerdings kann sie auch auf eine andere Art an Geld kommen: Sie kann Staatsanleihen emittieren. In Deutschland ist dies institutionell so geregelt, dass das Bundesfinanzministerium (BMF) die Aufsicht darüber hat. Ihm gehört die Deutsche Finanzagentur GmbH in Frankfurt a. M., welche die Staatsanleihen ausgibt. Das BMF führt auch das Konto der Bundesregierung bei der Deutschen Bundesbank. Der Staat hat also, anders als die

schwäbische Hausfrau, sein Konto direkt bei der Zentralbank. Wie kommt nun der deutsche Staat durch zusätzliche Verschuldung an Geld, um seine Ausgaben bestreiten zu können?

Die Bundesfinanzagentur verkauft Staatsanleihen an eine Gruppe von Banken. Momentan sind das 36 (Stand: 2. Januar 2017). Darunter befinden sich europäische, US-amerikanische und japanische Institute. Sie kaufen die deutschen Staatsanleihen, indem sie der Bundesregierung Geld auf das Zentralkonto des Bundes überweisen. Dabei handelt es sich um Zentralbankguthaben, nicht um Giralgeld. Letztendlich ist es also die EZB, die den Banken Zentralbankgeld leiht, die es dann wiederum der Regierung geben und dafür Staatsanleihen bekommen. Diese gibt es mit kurzen und mit längeren Laufzeiten. Letztere sind verzinst, erstere nicht, werden dafür aber unter dem Ausgabekurs verkauft, so dass eine Verzinsung entsteht. Bei sehr niedrigen Zinsen können diese auch mal ins Negative abrutschen. Wichtig aber an dieser Stelle ist die Erkenntnis, dass die Zentralbank über die Banken *indirekt* die Regierung finanziert. Das ist in der Eurozone so und auch anderswo.

Die Banken leihen sich also gegen Sicherheiten bei der EZB Zentralbankgeld, welches auch als Reserven bezeichnet wird. Dies passiert zum günstigen Leitzins immer mittwochs, und zwar jede Woche. Die Laufzeit dieser Kredite beträgt in der Eurozone eine Woche. Praktischerweise ist Mittwoch genau der Tag, an dem die Mehrzahl der Staatsanleihen von der Finanzagentur angeboten wird. Die Banken leihen sich also Geld von der EZB und kaufen der Finanzagentur die Staatsanleihen ab. Das BMF hat so mehr Geld auf dem Zentralkonto des Bundes und kann dieses dann ausgeben. Steuern werden also nicht benötigt, damit die Bundesregierung an Geld kommt. Sie kann immer an Geld kommen, indem sie neue Staatsanleihen an das Publikum verkauft. Dieser Markt, an dem Staatsanleihen erstmalig verkauft werden, wird auch Primärmarkt genannt. Die Käufer können dann die Staatsanleihen an Pensionsfonds, Privatpersonen, andere Banken und weitere Institutionen verkaufen. Die Finanzierung der Staatsausgaben ist aber schon gesichert, unabhängig davon, ob die

Papiere nochmals verkauft werden. Einen Teil der Staatsanleihen kauft meist auch die Bundesbank zur sogenannten Kurspflege. Sie gleicht dadurch Preisschwankungen aus, die durch Schwankungen der Nachfrage entstehen. Auch können sich Banken gegebenenfalls die Staatsanleihen durch Wertpapierleihen oder andere moderne Finanzgeschäfte ins Portfolio holen. Eine wertmäßige Beschränkung der Ausgaben gibt es in der Eurozone nicht, erst das Defizit findet in der Folge als Steuerungsgröße Eingang in den Stabilitäts- und Wachstumspakt.

### *Staatliche Verschuldung ist privates Vermögen*

Der Staat gibt also jetzt die Einlagen bei der Zentralbank aus, indem er Arbeitsleistungen, Güter oder Dienstleistungen vom Privatsektor kauft. Der Verkäufer teilt dem Staat dann sein Bankkonto mit, und der Staat überweist der entsprechenden Bank die Guthaben bei der Zentralbank. Diese stellen für die Bank eine Forderung dar. Die dazu passende Verbindlichkeit sind die Einlagen, welche die Bank dem Verkäufer gutschreibt. So hat sich die Bankbilanz verlängert, während der Staat seine Verschuldung erhöht – er hat ja jetzt weniger Forderungen als vorher – und der Privatsektor über ein höheres Nettofinanzvermögen verfügt. Schließlich hat der Verkäufer jetzt mehr Geld auf dem Girokonto als vorher, und niemandem in der Wirtschaft wurde die Menge an Giralgeld reduziert. Nachdem der Privatsektor in summa nicht sparen kann (zur Erinnerung: Forderungen = Verbindlichkeiten), ist es in diesem Zusammenhang wichtig zu unterstreichen, dass Staatsdefizite aus der Sicht des Privatsektors in seiner Gesamtheit die einzige Möglichkeit sind, risikofreie Ersparnisse zu bilden. Diese Verbindung von öffentlichen Schulden und privaten Nettofinanzvermögen ist nicht stark genug zu betonen.

Jeder Euro an deutscher Staatsverschuldung erzeugt also genau einen Euro an privaten Nettofinanzvermögen. Wäre der Staat nicht so stark verschuldet, wären „wir“ nicht so vermögend. Natürlich profitieren nicht alle Haushalte gleichermaßen an der (steigenden) Verschuldung des Staates, weil sich

durch staatliche Ausgaben neu geschöpfte Einlagen im Wirtschaftskreislauf tendenziell da ansammeln, wo die Einnahmen über den Ausgaben liegen. Dies ist bei Unternehmen der Fall, wo man von Profiten spricht, und bei Haushalten, wo man von Nettoersparnis oder Vermögensaufbau spricht. Dass die Verteilung der Einkommen und damit auch der Ersparnis und der Profite so ist wie sie ist, hat jedoch nicht direkt etwas mit der Geldschöpfung zu tun. Große Ungleichheiten bei Einkommen und Vermögen gab es auch schon, bevor es modernes staatliches Geld und Zentralbanken gab. Wichtig waren damals wie heute die Löhne und die Steuern: wer verdient was und wer zahlt wieviel an wen? Unabhängig davon ist es auch hier wichtig, daran zu erinnern, dass die private Produktion ohne einen Außenhandelsüberschuss nicht vollständig – und schon gar nicht mit Gewinn – abgesetzt werden kann, solange der Privatsektor sparen will (was er der Erfahrung nach allein aus Vorsorge tun wird) und der Staat einen ausgeglichenen Haushalt aufweist. Diese Zusammenhänge sind saldenmechanisch begründet und damit zwingend. Sofern also nicht das Ausland die steigenden Schulden akzeptiert, muss die Staatsverschuldung notwendig steigen, wenn es nicht zu einem stetigen Vermögensabbau und einer damit einhergehenden Deflation kommen soll. Es sei hier auch angemerkt, dass eine Exportstrategie keinen Ausweg darstellt. Einmal davon abgesehen, dass Auslandsforderungen keine risikofreien Ersparnisse sind, werden größere Zahlungsbilanzüberschüsse zumindest auf mittlere Sicht qua Wechselkursanpassung „weg-arbitriert“. Wo das nicht möglich ist – siehe etwa die Eurozone – kommt es unweigerlich zu erheblichen Ungleichgewichten und politischen Spannungen.

## Geld und Staat

„It is thus impossible to separate the theory of money from the theory of the state“, schreibt Wray (2000: 50).<sup>5</sup> Wenn es stimmt, dass die Theorie des Geldes von der des Staates nicht zu trennen ist, dann ist Ökonomie immer auch Politik. Geld ist also nicht „neutral“ oder ein

„Schleier“, wie von der Neoklassik behauptet, sondern ein wesentlicher Faktor für den politischen Prozess. Die Presse ist voll von Nachrichten zu diesem Thema, das aber nicht scharf gestellt wird. Der Grund ist offensichtlich: die Konstruktion des Euro war und ist ein riskantes geldpolitisches Experiment und stark ideologisch geprägt. Eine Währung allein mit einer Zentralbank ohne die Entsprechung eines europäischen Finanzministeriums aufzubauen, also ohne eine Zentrale, die europäische Staatsanleihen herausgibt und für ausreichende Beschäftigung sorgt, war von Anfang an umstritten (vgl. Mitchell 2017). Die nationalen Regierungen verloren die Fähigkeit, in Zeiten schwacher Nachfrage (geringer Kaufkraft) diese durch eine Erhöhung der Staatsausgaben zu stabilisieren und damit Massenarbeitslosigkeit zu verhindern. Auch die Möglichkeit einer nominalen Abwertung ihrer Wechselkurse durch einzelne Mitglieder der Eurozone als Instrument der Krisenbekämpfung ist als Folge der Einführung des Euro entfallen. Wie sollen sich Länder aus einer Wirtschaftskrise befreien, wenn sie über keine eigenen wirtschaftspolitischen Instrumente mehr verfügen und die EZB die Geldpolitik für die ganze Eurozone – also für einen fiktiven Durchschnitt – macht?

Auf diese Frage gab es in den 1990er Jahren zwei mögliche Antworten: Die erste Gruppe antwortete mit „gar nicht“ und zog gegebenenfalls die entsprechenden Konsequenzen. Dänemark, Großbritannien und Schweden sind der gemeinsamen Währung nicht beigetreten. Sie haben die Eurokrise außerhalb der Eurozone (aber innerhalb der EU) verbracht, und die Arbeitslosigkeitsraten lagen Anfang 2017 bei 4,7% (GB) bzw. 6,8% (S). Zum Vergleich: die der Eurozone liegt bei 9,5%. Während Spekulanten die Krisen-Länder der Eurozone attackierten und die Medien unter Beihilfe der Politik diese als PIIGS (Portugal, Italien, Irland, Griechenland und Spanien) brandmarkten und damit den Grundstein für das Erstarken des Nationalismus legten, segelten Schweden und Briten durch die Krise, ohne dass je Zweifel an der Zahlungsfähigkeit ihrer Regierungen aufkam. Der Grund war sehr einfach: Die Regierungen waren in eigener Währung verschuldet.

Die nationalen Zentralbanken sind im

Zweifelsfall in der Lage, die Staatsanleihen der entsprechenden Regierung unbegrenzt aufzukaufen, indem sie den Verkäufern Einlagen auf ihren Konten bei der Zentralbank gutschreiben. Da die Zentralbank diese Einlagen mithilfe einer Software – quasi per Mausklick – schafft, kann der Zentralbank das Geld niemals „ausgehen“: Sie erzeugt es ja! Dadurch wissen alle Marktteilnehmer, dass sie im Zweifelsfall die Staatsanleihen ohne Verluste an die Zentralbank verkaufen können. Ein Ausfallrisiko existiert nicht, folglich gehen auch in Krisenzeiten die Zinsen nicht hoch, sondern tendenziell eher runter. Ein solches Währungssystem erscheint dem Euro-System in jeder Hinsicht überlegen, und dies wird auch zunehmend erkannt. Die zweite Gruppe glaubte an die Effizienz der Märkte bei „asymmetrischen Schocks“, also bei Problemen, die nur eine Minderheit der Euro-Länder treffen würden. Die Basis dafür war die Theorie optimaler Währungsräume, auf deren Grundlage allerdings die US-Amerikaner den Euro ablehnten und die Europäer den Euro befürworteten. Im Nachhinein ist klar: die US-Ökonomen lagen richtig.

### *Der Euro und die Finanzmärkte*

Die Verschuldung der Regierungen in der Eurozone in der Fremdwährung „Euro“ war politisch gewollt. Karl-Heinz Paqué beschreibt die Logik des Euros wie folgt: „Überspitzt formuliert: Der Einsatz im wirtschaftspolitischen Spiel wird gezielt erhöht, um langfristig einen qualitativen Sprung in der Glaubwürdigkeit zu erreichen. Geht das Spiel verloren, folgt eine überaus harte Bestrafung an den (globalen) Kapitalmärkten, eben weil das Scheitern im Zweifelsfall noch mehr Instabilität signalisiert als der gänzliche Verzicht darauf, den Versuch überhaupt zu wagen. Es folgt dann in der Regel der Abstieg in die Liga der Länder, deren makroökonomische Rahmenbedingungen als fundamental unzuverlässig angesehen werden. Gelingt es aber, winkt die Belohnung in Form einer dauerhaft besseren Einschätzung des Landes auf dem Kapitalmarkt, also besserer Bonität, niedrigerer Zinskosten und im Gefolge stärkeres Wirtschaftswachstum, jedenfalls langfristig. Je härter dabei der Test, desto

größer der Gewinn an Glaubwürdigkeit. Es ist gewissermaßen ein Aufstieg in eine höhere Liga des Finanzmarktvertrauens.“ (Paqué 2015: 311)

Die MMT kritisiert eine solche Sichtweise als sachlich falsch. Die „Zinskosten“ sind nicht nur „Zinskosten“, sondern auch „Zinserträge“: Die Besitzer der Staatsanleihen bekommen vom Staat einen Transfer in Höhe der Zinsen auf die Staatsverschuldung. Insofern wirken sich diese auf die Vermögen des privaten Sektors aus wie „deficit spending“, wie also direkte Staatsausgaben. Zudem werden die (kurzfristigen) Zinsen immer durch die Zentralbank bestimmt, unabhängig von dem, was internationale Investoren tun oder Rating-Agenturen schreiben. Japan ist ein Beispiel dafür, dass ein Land mit einer Staatsverschuldung von etwa 250% (!) des BIP trotzdem keine Probleme mit der Zahlungsfähigkeit der Regierung bekommt. Die Verzinsung der zehnjährigen Staatsanleihen beträgt ziemlich genau null. Da Investoren freiwillig japanische Staatsanleihen im Portfolio haben, bedeutet dies, dass sie kein Ausfallrisiko sehen, denn sonst wären die Zinsen höher, um für dieses Risiko zu kompensieren. Die Arbeitslosigkeit in Japan liegt übrigens bei 2,8%, da der Staat die Wirtschaft durch Erhöhungen der Staatsausgaben stabilisiert.

Der dritte Kritikpunkt der MMT an Paqué ist die Idee, dass niedrigere (nominale) Zinskosten im Gefolge ein stärkeres Wirtschaftswachstum auslösen. Diese Aussage ist weder theoretisch noch empirisch zu halten. Viele Länder, die schnell wachsen, haben hohe Inflationsraten und dadurch auch hohe Zinsen. Niedrige Zinsen sind eher ein Anzeichen für wirtschaftliche Stagnation oder gar Deflation. Gleichwohl versucht die Zentralbank, die Investitionen durch Zinssenkungen wieder anzukurbeln, was misslingen muss, wenn darüber hinaus kein Motor für steigende Nachfrage vorhanden ist. Dieser wiederum kann in einer solchen Lage in einer höheren Auslandsnachfrage (s.o. zu den Risiken exportorientierter Wirtschaftspolitik) oder in höheren Staatsausgaben bestehen. Seit den 1980ern sind die immer weiter sinkenden Zinsen ein Zeichen dafür, dass die strukturelle Nachfrageschwäche immer größer wurde (bedingt durch steigende Ungleichheit und zu niedrige Staatsausgaben),

und ein damit einhergehender steigender Investitionsrückstand.

An dieser Stelle bleibt festzuhalten, dass die Idee des Euro mit einer Bestrafung der Krisenländer durch höhere Zinsen ordnungspolitisch falsch und geldtheoretisch unsinnig war. Grundlage für diese Aussage sind die Erkenntnisse, dass die Zentralbank die Kontrolle über die Zinsen hat und dass es zudem makroökonomisch keinen Sinn macht, in einer Periode der Nachfrageschwäche die Zinsen zu erhöhen und damit die privaten Investitionen zu senken. Wer jedoch wie Paqué seine Empfehlungen auf fehlgeleiteter Theorie aufbaut, der wird nur zufällig Institutionen schaffen, die das Gemeinwohl fördern.

#### *Das Gemeinwohl und die Finanzierung des Staates*

Das Alleinstellungsmerkmal des Euro – neben dem Punkt, dass sich mehrere Nationalstaaten eine Währung teilen – ist, dass hier eine Zentralbank die Geschäftsbanken finanziert, aber nicht die Regierungen. Dieser Punkt wird von der MMT stark betont, denn er hat Konsequenzen. Während „notleidende“ Banken durch stützende Kredite von der EZB gerettet werden, bleiben „notleidende“ Staaten sich selbst überlassen und sind damit der Möglichkeit eines (partiellen) Zahlungsausfalls preisgegeben. Damit stehen die Banken in der Hierarchie über den nationalen Regierungen. Auch dies war eine politische Entscheidung des europäischen Establishments. Es wurde „den Märkten“ mehr Macht eingeräumt und den nationalen Regierungen entsprechend weniger. Das gipfelt schließlich darin, dass „dem Markt“ hinsichtlich der Fiskalpolitik der Euro-Staaten ein faktisches Veto eingeräumt wird. Dadurch, dass sich nationale Regierungen nicht mehr so einfach finanzieren können, bleiben mehr Ressourcen liegen, auf die dann der private Sektor zugreifen kann, ohne die Inflationsrate in die Höhe zu treiben. Diese vermeintliche Einsicht führte zu der Austeritätspolitik, mit der halb Europa regelrecht kaputtgespart wurde. Die Kürzungen der staatlichen Ausgaben führten eben nicht dazu, dass der private Sektor höhere Ausgaben tätigte. Die freigesetzten Ressourcen,

u. a. Arbeit, blieben ungenutzt und verfielen. Das BIP sank, die Arbeitslosigkeit stieg und die Leistungsbilanzdefizite verschwanden nur, weil die Bevölkerung weniger konsumierte und dadurch weniger importiert wurde. Diese Art von Wirtschaftspolitik, in der die Politik von Kennzahlen wie Primärdefizit, Staatsverschuldung zum BIP u. a. getrieben wird, lehnt die MMT aus funktionalen Gründen ab.

Ziel der Ökonomie sollte es sein, die Möglichkeiten zu einer optimalen Ausnutzung der vorhandenen Ressourcen zur Erhöhung des Gemeinwohls zu beschreiben. Insofern ist die MMT eben keine normative (*vorschreibende*), sondern eine deskriptive (*beschreibende*) Theorie. Die Bekämpfung der Arbeitslosigkeit und die Gewährleistung der Kaufkraft einer Währung durch stabile und weder stark positive oder negative Inflationsraten gehört zu den Standardvorstellungen einer Steigerung des Gemeinwohls. Länder, die über eine souveräne Währung verfügen, können sich also problemlos finanzieren und damit auch unerwünschte Arbeitslosigkeit beseitigen.

#### *Demokratie und eigene Währung = staatliche Souveränität*

Die Erkenntnis, dass der Staat souverän ist, weil er sich in seiner eigenen Währung unbegrenzt finanzieren kann, ist vielleicht die wichtigste Erkenntnis der MMT. Diese Erkenntnis ist nicht neu, allerdings ist sie im Laufe der Zeit weitestgehend verloren gegangen. Viele Ökonomen, JournalistInnen und PolitikerInnen nehmen wie selbstverständlich an, dass der Staat wie die schwäbische Hausfrau die Einnahmen steigern muss, bevor er die Ausgaben erhöhen kann. Diese Vorstellung ist in Geldsystemen außerhalb der Eurozone schlicht falsch und gilt selbst in der Eurozone nur eingeschränkt. Eine Regierung kann mit der Währung Schindluder treiben, aber dies wird nicht in eine Zahlungsunfähigkeit münden. In den 1990ern beispielsweise hatte die Türkei Inflationsraten zwischen 60% und 120%, aber ein staatlicher Bankrott musste nie befürchtet werden. Andere Länder haben Hyperinflationen erzeugt, indem der Staat seine Ressourcen schlecht bewirtschaftete oder die Produktion des privaten Sektors durch

entsprechende Wirtschaftspolitik sabotierte. Zahlungsunfähig hingegen wurden nur Länder, die Schulden in Fremdwährung zahlen mussten und nicht konnten. Dazu gehören Argentinien und Griechenland (nach 2010).

### *Der Interbankenmarkt*

Die MMT beleuchtet auch den Interbankmarkt aus einer Bilanzperspektive. Neoklassische Ökonomen und auch einige Autoren aus dem linken Spektrum sehen den Interbankenmarkt als Kapitalmarkt an, auf dem Ersparnisse hin- und hergeschoben werden.<sup>6</sup> Diese Sicht ist falsch. Wie bereits eingangs erwähnt, verleihen Banken keine Ersparnisse weiter, sie sind im Kreditgeschäft keine Intermediäre. Glücklicherweise gibt es Praktiker (in diesem Fall Banker), die Auskunft über die Funktionsweise geben können und damit das bestätigen, was theoretisch gedacht wurde. Auf eine Darstellung wird hier aus Platzgründen verzichtet.<sup>7</sup>

### *Bankenregulierung*

Wenn der private Sektor während des Booms zu viele Ressourcen an sich zieht, so dass die ökonomischen Resultate nicht befriedigend sind, dann gibt es zwei Möglichkeiten der Gegensteuerung, die sich ergänzen: Erstens eine stärkere Regulierung des Bankensektors, zweitens eine Ausweitung der staatlichen Ausgaben. Letzteres wird von den VertreterInnen der MMT bevorzugt, da ja der Staat nicht Pleite gehen kann, sofern er sich in seiner eigenen Währung verschuldet. Da es sich bei der Eurozone allerdings um ein Konstrukt handelt, in welchem die Staatsverschuldung nicht risikofrei ist, müsste entweder der Euro umgebaut werden, um einen Bankrott der Staaten auszuschließen, oder aber die Banken müssten stärker reguliert werden (oder beides).

Laut MMT wirken weder Eigenkapital noch Mindestreserven als Bremsen bei der Kreditvergabe im Boom, bestenfalls verhindern sie die Entstehung desselben. Sowohl Eigenkapitalanforderungen (Basel III) wie auch Mindestreservepflicht werden nachträglich berechnet auf Grundlage der Entwicklung der Risiken auf der Forderungsseite bzw. der Einlagen der Kun-

dinnen und deren Fristen. Da zudem Kredite selbst als Sicherheit hinterlegt werden können bei der Ausleihe von Reserven, um die durch dieselben Kredite erhöhten Mindestreserveanforderungen erfüllen zu können, kann die Mindestreserve nicht ernsthaft als Bremse der Kreditmenge angesehen werden. Analog verhält es sich mit den Eigenkapitalanforderungen. Sie werden auf Grundlage der vorhandenen Forderungen einer Bank berechnet und sind daher vergangenheitsbezogen. Im Zweifelsfall kann eine Bank auch einfach einen Kredit an einen Kunden vergeben, der damit den Kauf von Aktien der Bank finanziert, welche als Eigenkapital gelten.<sup>8</sup> Wie also kann die Kreditvergabe der Banken gestoppt werden? Die Antwort ist einfach: durch hohe Zinsen, welche die Kreditnachfrage reduzieren.

### *Die Instrumente einer Zentralbank*

Das wesentliche geldpolitische Instrument einer Zentralbank ist die Kontrolle über den Leitzins und weitere Zinssätze. So kontrolliert die EZB den Leitzins, zu dem sie wöchentlich Reserven für eine Woche an Banken verleiht (Hauptrefinanzierungsgeschäfte). Wenn Banken darüber hinaus von der EZB Reserven leihen wollen, dann nutzen sie die Spitzenrefinanzierungsfazilität und leihen sich Reserven, die sie am nächsten Tag zurückzahlen müssen. Der Zins der Spitzenrefinanzierungsfazilität (aktuell: 0,25%) ist immer höher als der der Hauptrefinanzierungsgeschäfte (aktuell: 0,0%). So werden die Banken belohnt, die ihre Konten bei der EZB nicht „überziehen“, die also selten die Spitzenrefinanzierungsfazilität in Anspruch nehmen. Das schafft Planungssicherheit bei der EZB, die dadurch am Mittwoch den größten Teil ihrer Geschäfte tätigt und sich dann weitestgehend vom Markt zurückziehen kann. Der dritte durch die EZB kontrollierte Zins ist der der Einlagefazilität. Das ist der Zins, mit dem die Guthaben der Banken bei der EZB verzinst werden. Die jeweiligen Einlagen (Reserven) werden zu diesem Zins verzinst, und zwar jede Nacht in Höhe von 1/350 des Einlagezinses. Dieser liegt momentan bei -0,4%, was bedeutet, dass Banken von jedem Euro an Reserven bei der EZB über Nacht 0,00004 €, also vier

Zehntausendstel eines Cents, verlieren. Bei Millionensummen kommt dabei irgendwann eine ordentliche Summe heraus. Banken haben also einen Anreiz, ihre Einlagen bei der Zentralbank auf ein Minimum zu reduzieren. Sie können die Einlagen beispielsweise auf dem Interbankenmarkt an andere Banken oder Finanzmarktteilnehmer verleihen oder damit Aktien, Immobilien oder auch Staatsanleihen kaufen.

Der Leitzins der Zentralbank wird von den Banken als Orientierung genutzt, um die eigenen Kreditzinsen festzulegen. Wenn Banken Kredite an Haushalte oder Unternehmen vergeben, brauchen sie ja keine Reserven. Erst wenn die Kunden Bargeld ziehen am Automaten oder ihre Einlagen an eine andere Bank transferieren, muss die Bank eventuell in den Zahlungsausgleich. Muss sie es nicht, wird die Bank einen Kredit auf dem Interbankenmarkt aufnehmen, dessen Zins zwischen dem der Einlage- und dem der Spitzenrefinanzierungsfazilität liegt. Also werden Banken ihre Kreditzinsen oberhalb des durchschnittlich für die Laufzeit des Kredits erwarteten Leitzinses ansetzen, damit sie keinen Verlust erleiden. Zudem müssen Banken beachten, dass private Kreditnehmer in die Illiquidität oder Insolvenz geraten können und damit die Rückzahlung des Kredits nicht sichergestellt ist. Dies erfordert einen Risikoaufschlag in Form eines höheren Zinses.

Ein höherer Zins wird wohl die Kreditnachfrage reduzieren, denn Zinsen stellen Kosten dar für Unternehmen, welche die Zinsen aus den Profiten bestreiten, und ebenso für Haushalte, die dafür ihre Ersparnis einsetzen müssen. Letzteres erklärt den aktuellen Immobilienboom in Deutschland und anderswo. Angenommen, ein Haushalt kann über zwanzig Jahre 500€ pro Monat sparen. Nehmen wir weiter an, der Zins seines Kredits beträgt null, dann kann der Haushalt sich von der Bank 120.000€ (=500€\*12\*20) leihen. Liegt der Zins jedoch im positiven Bereich, dann wird sich der Haushalt weniger leihen können, weil er ja zusätzlich zur Kreditsumme auch Zinsen zahlen muss! Wenn wir also in Zukunft steigende Zinsen erwarten, dann werden die Haushalte geringere Kreditsummen nachfragen und damit nicht mehr so viel Geld zur Verfügung haben,

um Immobilien zu kaufen. Da jeder größere Immobilienboom irgendwann zu Inflation führt, ist dieser Zinsanstieg jedoch so gut wie unvermeidlich.

Zusammengefasst verändert die Zentralbank den Zins, um die Höhe der Investitionen zu beeinflussen. Dies klappt mal mehr und mal weniger gut. Die Investitionen werden von Unternehmen getätigt, und wenn diese beispielsweise wenig verkaufen können, dann werden sie kaum ihre Produktionskapazitäten ausweiten oder modernisieren wollen. Auch Haushalte, die sich mit Immobilienkrediten in der Vergangenheit verhoben hatten, werden ihre Kreditnachfrage bändigen. Beides scheint aktuell der Fall zu sein. Die Investitionen reagieren nicht mehr auf den Zins. Die knapp 10% Arbeitslosigkeit in der Eurozone erscheinen im internationalen Vergleich als sehr hoch, und die Wirtschaftspolitik kennt zwei Instrumente zur Beseitigung von Arbeitslosigkeit: Zinssenkung der Zentralbank und Ausweitung der Staatsausgaben. Beides steigert übrigens die Verschuldung – ersteres im privaten, letzteres im öffentlichen Sektor. Eine Ökonomie ohne Schulden ist nicht denkbar, und eine ohne steigende Schulden schon gar nicht. Der Grund dafür ist, dass neue Schulden zu neuen Ausgaben führen – und diese zu mehr Produktion und mehr Einkommen.

### *Sektorale Makroökonomie*

Die Einsicht, dass die Schulden der einen den Vermögen der anderen entsprechen, macht sich auch die makroökonomische Methode der MMT zu nutze. Sie basiert u. a. auf Arbeiten von Wynne Godley, einem englischen Ökonomen, der sich für die Nachhaltigkeit von Verschuldung interessierte. Die aus der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung abgeleitete sektorale Grundgleichung lautet:

$$\begin{aligned}
 & (S_p - I): \text{Veränderung der finanziellen Ersparnis} \\
 & \quad \text{des privaten Sektors} \\
 & + (T - G): \text{Veränderung der finanziellen Er-} \\
 & \quad \text{sparnis des öffentlichen Sektors} \\
 & + (IM - EX): \text{Veränderung der finanziellen Er-} \\
 & \quad \text{sparnis des externen Sektors (Rest der Welt)} \\
 & = 0
 \end{aligned}$$

Die Grundlage dieser Gleichung liegt in der Analyse der Zahlungen in einer Ökonomie. Jede Ausgabe führt zu einem Einkommen in gleicher Höhe. Dies gilt für die gesamte Ökonomie und für jegliche Gruppen, die man abgrenzen kann. Wenn beispielsweise eine schwäbische Hausfrau mehr einnimmt als sie ausgibt, dann spart sie. Dies bedeutet aber, dass es irgendwo Akteure geben muss, die mehr ausgegeben als eingenommen haben. Jede schwäbische Hausfrau braucht also andere Akteure, die willig und in der Lage sind, ihre (Netto-) Schulden zu erhöhen (da sie mehr ausgeben als einnehmen). Wenn wir die Ökonomie in den privaten Sektor, den staatlichen Sektor und den Rest der Welt einteilen, dann können wir die Veränderung der finanziellen Nettoersparnisse, also der Verschuldung, direkt betrachten. Der private Sektor besteht aus Haushalten und Unternehmen und ist fast immer bestrebt, einen Einnahmenüberschuss zu erwirtschaften. Bei den Haushalten ist es so, dass sie sparen wollen, um im Alter ihren Konsum nicht zu stark reduzieren zu müssen. Die Unternehmen hingegen streben nach Profiten, was nichts anderes ist als ein Überschuss der Einnahmen über die Ausgaben. Akkumulierte positive (negative) Veränderungen der finanziellen Nettoersparnis des privaten Sektors führen zum Aufbau von Vermögen (Schulden). Dabei muss aufgrund der doppelten Buchführung jedes Vermögen einen Gegenpol in Form von Schulden haben.

Betrachten wir die Weltwirtschaft, dann wird das Bild klarer. Hier gibt es kein Ausland mehr, und die Gleichung reduziert sich: Veränderung der finanziellen Ersparnis des privaten Sektors plus Veränderung der finanziellen Ersparnis des öffentlichen Sektors (Steuern minus Staatsausgaben) gleich null. Das Nettovermögen der Haushalte und Unternehmen basiert also auf der Verschuldung der Staaten. Ohne diese Verschuldung könnte der private Sektor lediglich sparen, indem er Kapitalgüter akkumuliert. Durch das niedrigere Vermögen wäre sicherlich auch der Konsum geringer und die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen würde sich reduzieren.

Die MMT weist darauf hin, dass in einer Eurozone mit ausgeglichenen staatlichen Haushalten („schwarze Null“) der private

Sektor seine Ersparnis bzw. Profite nur durch Leistungsbilanzüberschüsse erzielen kann. Damit wird der Rest der Welt in eine Position getrieben, in der die Verschuldung dort ansteigt. Die nächste Finanzkrise ist quasi vorprogrammiert, sofern die zusätzliche Verschuldung nicht mehrheitlich aus öffentlichen Schuldscheinen wie Staatsanleihen besteht. Durch den Leistungsbilanzüberschuss saugt die Eurozone einen Teil der Weltnachfrage ab und sorgt so für einen höheren preislichen Wettbewerb, der sich deflationär auswirken wird. Die nächste Rezession wird die Inflationsraten sicherlich erneut in den negativen Bereich stoßen, sofern nicht mit massiver staatlicher Ausgabenpolitik gegengesteuert wird.

Historisch gesehen haben sich Haushalte und Unternehmen, die zusammen den privaten Sektor bilden, unterschiedlich entwickelt. Die Haushalte hatten meist positive Sparquoten, die Unternehmen aber verschuldeten sich. Dies ist der Normalfall in den Ländern, in denen die Unternehmen im Wettbewerb stehen und deshalb über höhere Investitionen ihre Produktivität erhöhen wollen. So können sie die Lohnerhöhungen kompensieren und die Preise unverändert lassen oder sogar senken, bzw. bei gleichen Preisen einen höheren Gewinn machen, um auf diese Art und Weise die Kredite zurückzuzahlen. In Deutschland aber weist der Unternehmenssektor eine positive Nettoersparnis auf, und dies ist ein Problem, denn so zieht er – statt welche hineinzuwerfen – Kaufkraft aus dem Kreislauf. Die schwachen privaten Investitionen haben eventuell etwas zu tun mit zu schwachem Wettbewerb, beispielsweise aufgrund von Kartellen, aber auch mit Anreizen, Gewinne in Unternehmen zu belassen aufgrund von steuerlichen Regeln bezüglich der Vererbung. Ein struktureller Faktor ist sicherlich auch die steigende Ungleichheit und damit der Mangel an Nachfrage, der Investitionen zurückhält.

### *Mythen der neoliberalen Ökonomie*

In der Presse werden es PolitikerInnen schwer haben, die ständig wiederholten Glaubenssätze zu durchbrechen: Staatliche Defizite wirken inflationär oder würden die Währung desta-

bilisieren, man könne nicht langfristig „über seine Verhältnisse“ leben, jede Erhöhung der Staatsausgaben müsse durch Steuern finanziert werden – all dies ist nachweislich unwahr und wird trotzdem gebetsmühlenartig wiederholt. Niemand fragt umgekehrt, warum die Deutschen „unter ihren Verhältnissen“ lebten. Diese Mythen der neoliberalen Ökonomie gilt es zu durchbrechen, um die jahrzehntelange Umverteilung von arm zu reich aufzuhalten und umzukehren. Geschieht das nicht, wird die strukturell schwächer werdende Nachfrage zu immer höherer Arbeitslosigkeit führen. Der jetzige politische Ansatz der Befürwortung einer Steuererhöhung für Wohlhabende wird wohl nicht dazu führen, dass progressive Parteien in die Regierungsverantwortung kommen.

Nach der MMT sind Steuererhöhungen nicht notwendig, um die staatlichen Ausgaben für Programme zu steigern, die das Gemeinwohl erhöhen. Selbst unter den aktuellen Regeln der Eurozone sind Steigerungen der Staatsausgaben in unbegrenzter Höhe erlaubt – lediglich das staatliche Defizit ist mit einer Regel versehen. Nicht mehr als drei Prozent des BIP soll das Defizit betragen. Eine Erhöhung der Staatsausgaben führt jedoch per definitionem zu einer Erhöhung des BIP, insofern steigt das Defizit im Verhältnis zum BIP nicht eins-zu-eins mit den Staatsausgaben. Allerdings gibt es in der Eurozone immer noch die nationalen Schuldenbremsen, die im nationalen Recht verankert sind.

Damit die Politik in der Lage ist, den Staat so zu benutzen, dass auch die untersten 99% davon profitieren, müssen die neoliberalen Mythen widerlegt werden. Dazu gehört Überzeugungsarbeit, Bildung, Bildung und nochmals Bildung. Die politischen Parteien und ihre Organe haben viele Ressourcen zur Verfügung, um das Wahlvolk aufzuklären über die Funktionsweise eines modernen Geld- und Kreditsystems. Sollte es nicht gelingen, die Öffentlichkeit von der Möglichkeit einer alternativen Wirtschafts- und Finanzpolitik aufgrund einer empirisch-wissenschaftlichen Beschreibung der monetären Wirtschaft zu überzeugen, werden die progressiven Kräfte in den nächsten Jahrzehnten bestenfalls erreichen, dass gegen erheblichen medialen Widerstand

den obersten 1% in Form von Steuern ein paar Krumen vom Teller stibitzt werden, um damit staatliche Ausgaben zu finanzieren, von denen auch der Rest der Gesellschaft etwas hat.

#### *Die Eurozone: Exit oder „stay the course“?*

Die Eurozone steht heute, wenn man MMT ernst nimmt, vor einem Dilemma: Der private Sektor ist unfähig, neben Innovationen und Dynamik auch für Vollbeschäftigung zu sorgen, weil Kredite irgendwann zurückgezahlt werden müssen und die EZB mit Zinserhöhung eine Erhöhung der Kreditmenge wegen befürchteter Inflationsgefahr bekämpfen muss. Jeder Boom trägt also die Saat des Zusammenbruchs in sich. In den Zeiten der Rezession kann der Staat, sofern die monetär-fiskalischen Regeln vernünftig ausgestaltet sind, die ausgefallene private durch eine erhöhte staatliche Nachfrage ersetzen, um so die Ökonomie stabilisieren. Die aktuelle institutionelle Ausgestaltung der Eurozone ist jedoch derart, dass der Staat sich seine Hände auf den Rücken binden lässt. Die Finanzmärkte wachen über die staatliche Haushaltsdisziplin, was de facto bedeutet, dass die nationalen Regierungen ihre finanzielle und damit auch ihre politische Souveränität verlieren und auf den Status von europäischen Bundesländern zurückfallen – allerdings ohne Finanzausgleich. Sie sind gezwungen, mittelfristig ihren Haushalt zu konsolidieren und können daher die Arbeitslosigkeit nicht durch eine Erhöhung der Staatsausgaben bekämpfen. Die Regierung in Portugal versucht gerade, durch eine Kürzung der staatlichen Investitionen zur Stärkung des staatlichen Konsums die Wirtschaft anzukurbeln, was in gewissem Maße kurzfristig erfolgreich ist. Allerdings werden langfristig die Wachstumsraten abbröckeln, denn diese hängen von staatlichen und privaten Investitionen ab.

#### Die deutschsprachige Kritik an der MMT

Die Rezeption der MMT in Deutschland war bisher skeptisch bis ablehnend. Dies ist allerdings zu erwarten bei einer neuen Denkschule,

die verschiedene Stränge neu kombiniert und dadurch natürlich alte Stränge gegen sich aufbringt. Im Folgenden soll auf einige fundierte Kritiken eingegangen werden. Beginnen möchte ich mit der Frage des Austritts aus dem Euro. Wendl (2017: 62) befürchtet bei einem Austritt der Länder aus dem Euro eine „Schulden- und Zinsfalle [...] wenn hohe Staatsschulden und steigende Zinsen für Staatsanleihen eine eigenständige wirtschaftliche Entwicklung einschränken, weil die hohe Zinsquote am Steueraufkommen die finanziellen Handlungsmöglichkeiten dieser Staaten begrenzen und eine weitere Staatsverschuldung erfordern“. Aus Sicht der MMT ist eine solche „Falle“ nicht möglich; denn die Länder mit eigener Währung kontrollieren den Zins über die Zentralbank selbst. Zudem kann die Zentralbank Staatsanleihen in eigener Währung unbegrenzt aufkaufen und damit die Zinslast des Staates mildern. Das Finanzministerium zahlt Zinsen an die Zentralbank, diese verbucht einen Gewinn und überweist ihn zurück an das Finanzministerium. Wie soll der Staat da je in eine Schulden- und Zinsfalle laufen?

Japan beispielsweise hat eine Staatsverschuldung von etwa 250% des BIP und eine Verzinsung der zehnjährigen Staatsanleihen von 0,0%, die übrigens auch das Ziel der Zentralbank ist. Was die Rating-Agenturen und internationale Finanzkommentatoren denken und sagen kann Japan egal sein. Die von Wendl für Japan behauptete Bedeutung des Leistungsbilanzüberschusses für das „Vertrauen in die eigene Währung“ ist schon deshalb abwegig, weil sie nicht mehr als eine blumige Metapher ist. Die gesamte Diskussion der Leistungsbilanz ist von neoklassischem Denken durchdrungen. Importe von Nicht-Euro-Ländern müssen laut Wendl durch Devisen finanziert werden, die vorher durch Exporte erwirtschaftet werden müssen. Wenn dies so wäre, dann müsste also IKEA aus Schweden warten, bis durch den Volvo-Verkauf in die Eurozone das Land genügend Euro erwirtschaftet hat, um dann Holz aus den Euro-Ländern Litauen und Lettland kaufen zu können. Dies entspricht nicht der Realität und den Buchungssätzen des existierenden monetären Systems. Gekauft wird meist mit Kredit, ob in einheimischer

oder ausländischer Währung, und wichtig dafür ist die Bonität des Unternehmens, nicht des Landes.

Die MMT ist, was Wendl verkennt, keine wirtschaftspolitische Strategie mit einer eigenen Währung, sondern eine Beschreibung des Ist-Zustands. Wer an längst falsifizierte neoklassische Märchen glaubt, der wird viele Probleme mit Gespenstern haben. MMT Thesen sind für jeden zugänglich und nachprüfbar und gewährleisten damit theoretische Klarheit auf einer wissenschaftlich-empirischen Basis. Dazu passt auch der Befund, dass die Länder der EU ohne Euro ziemlich gut durch die Krise gekommen sind und keinerlei Probleme mit der Finanzierung von Importen haben.<sup>9</sup>

Palley (2015) kritisiert MMT, weil es kein dynamisches Modell gäbe. Diese Kritik verwundert, da Palley als Post-Keynesianer ja eigentlich nicht für Gleichgewichts-Modelle argumentieren sollte. Hier wird deutlich, dass Post-Keynesianer sich ebenso wenig wie Keynes vom neoklassischen Ballast haben befreien können. Wenn man Keynes ernst nimmt, dann lässt sich die Höhe der Investitionen nicht seriös vorherzusagen. Da diese aber die Ökonomie antreiben und damit auch den Konjunkturzyklus, ist kein mathematisches Modell in der Lage, dies korrekt vorherzusagen. MMT bedient sich einer anderen Methodologie als die Post-Keynesianer. Bilanzen und Aggregation von Bilanzen mit simplen Verhaltensannahmen einerseits (MMT) stehen Gleichgewichtsmodelle gegenüber, die methodologisch eine Fortführung der Neoklassik darstellen (Gleichgewichte, statisch und dynamisch). Der Punkt von Palley, dass MMT „das Rad neu erfindet“, greift meiner Meinung nach zu kurz. MMT ist eine neue Methode, und mit dieser werden alte Themen (u. a. Geld- und Fiskalpolitik) neu beleuchtet. Zugestehen muss man Palley, dass die Theorie der Inflation bei der MMT teilweise zu kurz kommt. Dies ist allerdings keine Fundamentalkritik.

Andere Post-Keynesianer wie Marc Lavoie (2011) kommen zu anderen Ergebnissen. MMT wäre „sicherlich eine Verbesserung“, da es die fiskalische Seite im Zahlungssystem sehr viel genauer analysiere als es die Post-Keynesianer täten. Lavoie bemerkt auch, dass MMT

kompatibel mit der „horizontalen“ Position der Post-Keynesianer ist, die den Zins für unabhängig von der Nachfrage nach Kredit erachten. Huber (2014), welcher der Vollgeld-Bewegung angehört, versucht sich an einem Vergleich von MMT mit den eigenen Ideen. Seine Beschreibung der MMT-Position zur Ermöglichung von Staatsausgaben ist nicht korrekt, und die weiteren Ausführungen sind im Wesentlichen nicht fruchtbar. Ganssmann (2015) kritisiert die MMT konstruktiv, allerdings sind seine Hauptthesen der MMT für mich Nebenschauplätze. Wichtig sind nicht Aussagen, die immer und überall richtig sind, sondern eine korrekte Beschreibung der Funktionsweise einzelner Systeme. Dabei ist dann relativ unwichtig, ob alles Geld Kredit ist, ob Geld immer staatlich ist oder ob Steuern das System antreiben. In der Sache gebe ich Ganssmann Recht: alle Punkte sind strittig, und eine dogmatische Verhärtung der MMT ist zu vermeiden.

#### *Die MMT – was ist zu erwarten?*

Die MMT wird unsere Probleme nicht lösen. Die MMT führt nicht zu einer besseren Welt. Die MMT wird uns das Denken nicht abnehmen. Eine makroökonomische Theorie erklärt geldtheoretische und makroökonomische Zusammenhänge. Sie kann eine – nicht die einzige – Grundlage unseres Denkens sein. Sie kann indirekt zur Lösung unserer Probleme beitragen, indem sie die Qualität der Analyse erhöht und Möglichkeiten aufzeigt, eine bessere Welt zu schaffen. Sie ist eine empirisch-wissenschaftliche Theorie, die falsifiziert werden kann. Die MMT hat den Anspruch, eine korrekte Beschreibung der Funktionsweise unseres Geldsystems zu sein. Damit eignet sie sich hervorragend als Grundlage für die Formulierung einer progressiven Wirtschaftspolitik. Mit Hilfe der MMT könnten u. a. die folgenden Punkte in der öffentlichen Debatte betont werden:

1. Die staatliche Verschuldung erzeugt in gleicher Höhe private Vermögen. Wir vererben sowohl Schulden wie auch Vermögen an zukünftige Generationen.
  2. Der Staat sollte nicht Pleite gehen können, so wie es in der Eurozone möglich ist.
  3. Die heutige Austeritätspolitik erhöht die Arbeitslosigkeit.
  4. Ein Staat, der wie ein Bundesland keine risikofreien Anleihen begeben kann, sinkt auf den Status eines Bundeslands ab und verliert die Kontrolle über sein Wachstum.
  5. Der Staat kann Arbeitslosigkeit durch mehr Ausgaben beseitigen. Dazu braucht er keine Steuern, sondern ein geeignetes fiskalisches Arrangement.
  6. In der Eurozone fehlt eine fiskalische Institution, welche die Arbeitslosigkeit in schlechten Zeiten durch höhere Ausgaben bekämpft.
  7. Wir brauchen keine Ersparnisse, sondern Kredite, um Investitionen zu finanzieren. Das gilt auch für eine sozial-ökologische Transformation.
  8. Die Immobilien in Spanien und Irland wurden nicht mit deutschen Ersparnissen finanziert.
  9. Die Eurokrise ist keine „Staatschuldenkrise“, sondern ein aus dem Ruder gelaufener Immobilienboom in Irland und Spanien mit „dickem Ende“. Zudem hat der Staat vor der Krise zu wenig ausgegeben und in der Krise dann diese Minderausgaben noch verschärft.
  10. Der Bankensektor sollte so reguliert werden, dass durch Kredite Investitionen finanziert werden, die das Gemeinwohl fördern. Erhöhte Produktivität in der Produktion ist dabei ein legitimes Motiv.
  11. Ein Leistungsbilanzüberschuss erhöht die Verschuldung des Auslands. Höhere Löhne und entsprechend stärkere Binnennachfrage reduzieren den Leistungsbilanzüberschuss.
- Alle diese Punkte deuten sich in der öffentlichen Debatte bereits an. Durch die MMT können sie einen theoretischen Rahmen bekommen, der dann einzelne Argumente intellektuell unterfüttert. Dies würde zumindest dazu führen, dass die Debatte nicht ideologisch dadurch verkürzt werden kann, dass behauptet wird, der Staat habe für die Wahrnehmung bestimmter Aufgaben einfach nicht die Mittel. Der Staat muss also wieder zum Werkzeug für gesellschaftlichen Wandel werden können,

denn unsere Probleme – u. a. Ungleichheit, Arbeitslosigkeit, Klimawandel – sind zu groß, als dass wir ohne energische Initiativen durch die Regierung damit klarkommen werden.

## Anmerkungen

- 1 Vgl. Abrahamian (2017) und Wilson (2017).
- 2 Es gibt ältere Texte, die wie Helmedag (2007) in großen Teilen mit MMT kompatibel sind.
- 3 Dies ist inzwischen auch die Position der Deutschen Bundesbank, der Europäischen Zentralbank und der Bank of England; es steht inzwischen auch in einigen Lehrbüchern. Dabei wird die Funktionsweise der Staatsausgaben übergangen und der Eindruck erweckt, als könnten nur Banken Geld schöpfen über Kredite bzw. Leistungsbilanzüberschüsse.
- 4 Wir betrachten hier eine geschlossene Ökonomie bzw. die Weltwirtschaft: es gibt keine Exporte und Importe.
- 5 „Es ist also unmöglich, die Theorie des Geldes von der Theorie des Staates zu trennen.“ (Übersetzung D. E.)
- 6 Vgl. <https://makroskop.eu/2016/05/deutsche-lohnpolitik-und-die-alleinschuld-eine-keynesianische-perspektive/>
- 7 Eine ausführliche Darstellung findet sich in Ehnts (2016).
- 8 Vgl. <https://makroskop.eu/2017/01/macht-basel-banken-sicherer/?success=1>
- 9 Ein Blick nach Island, wo man angeblich „nur Fisch“ hat, zeigt, dass selbst dort die Wirtschaft wieder kräftig wächst – trotz oder eher wegen einer eigenen Währung! Die gleiche Kritik gilt auch für das Memorandum 2017 der AG Alternative Wirtschaftspolitik.

## Literatur

- Arbeitsgruppe Alternative Wirtschaftspolitik (2017): Memorandum 2017. Köln: PapyRossa.
- Abrahamian, Atossa Araxia (2017): The Rock-Star Appeal of Modern Monetary Theory, *The Nation*, May 8 2017. URL: <https://www.thenation.com/article/the-rock-star-appeal-of-modern-monetary-theory/> (Abruf: 21.08.2017).
- Braunberger, Gerald (2012): Was ist neu an der Modern Money Theory? Eine Erinnerung an Knapps „Staatliche Theorie des Geldes“, URL: <http://blogs.faz.net/fazit/2012/01/18/was-ist-neu-an-der-mmt-eine-erinnerung-an-georg-friedrich-knapps-staatliche-theorie-des-geldes-188/> (Abruf: 21.08.2017).

- Bundesbank (2017): Die Rolle von Banken, Nichtbanken und Zentralbank im Geldschöpfungsprozess, Monatsbericht April 2017.
- Ehnts, Dirk (2016): Geld und Kredit: eine €-päische Perspektive, 2. Auflage. Marburg: Metropolis.
- Ganssmann, Heiner (2015): Modern Money Theory – eine Kritik. In: *Z. Zeitschrift Marxistische Erneuerung* 102, S. 41-51.
- Helmedag, Fritz (2007): Geld: Einführung und Überblick. In: Bartmann, Dieter u. a. (Hrsg.): *Knapps Enzyklopädisches Lexikon des Geld-, Bank-, und Börsenwesens*. Frankfurt a. M.: Knapp.
- Huber, Joseph (2014): Modern Monetary Theory and New Currency Theory. In: *real world economics review* 66, S. 38-57.
- Knapp, Georg Friedrich (1905): Die staatliche Theorie des Geldes. Leipzig: Duncker und Humblot. URL: <https://archive.org/details/staatlichetheor00knappgoog> (Abruf: 21.08.2017).
- Lavoie, Marc (2013): The monetary and fiscal nexus of Neo-Chartalism: A friendly critical look. In: *Journal of Economic Issues* 47 (1), S. 1-32.
- Mitchell, William (2015): Eurozone Dystopia: Groupthink and Denial on a Grand Scale. Cheltenham, UK: E. Elgar
- Mitchell, William (2017): Dystopie Eurozone: Gruppendenken und Leugnung im großen Stil. Berlin: Lola Books
- Mosler, Warren (2017): Die sieben unschuldigen, aber tödlichen Betrügereien der Wirtschaftspolitik. Berlin: Lola Books.
- Palley, Thomas (2015): The critics of modern money theory (MMT) are right. In: *Review of Political Economy* 27 (1), S. 45-61.
- Paqué, Karl-Heinz (2015): Die Rückkehr der Ideologien. In: *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 16 (3), S. 302-321.
- Wendl, Michael (2017): Mit der “Modern Monetary Theory” aus der Krise?. In: *Sozialismus* 43 (4), S. 61-63.
- Wilson, Neil (2017): Running a Modern Money Economy, *Medium*, May 16 2017. URL: <https://medium.com/modern-money-matters/running-a-modern-money-economy-ada9682a5fb9> (Stand: 21.08.2017).
- Wray, L. Randall (2000): What is money and where did it come from? In: Smithin, John (Hrsg.): *What is Money?* London: Routledge, S. 42-66.

Hinweis auf weiterführende Texte:  
<http://www.pufendorf-gesellschaft.org>  
<https://makroskop.eu>