



Bild: [istock.com/robertsrob](https://www.istock.com/robertsrob)

Theorie | 20.03.2018

Modern Monetary Theory: Einwände eines wohlwollenden Zweiflers

Von [Martin Höpner](#)

Die Modern Monetary Theory überzeugt nicht nur als korrekte deskriptive Theorie der Kredit- und Geldschöpfung und der Geldkreisläufe. Sie öffnet auch die Augen für – zumal im Euroraum – unterausgeschöpfte Handlungspotenziale. Allerdings werden diese von der MMT systematisch überzeichnet.

Mir geht es nicht anders als vielen Leserinnen und Lesern von Makroskop: Man kann kaum anders, als sich für die „Modern Monetary Theory“ (MMT) zu interessieren. Es handelt sich um eine der spannendsten, wenn nicht sogar: um die spannendste Theorieentwicklung der Gegenwart. Ob und wann ich ohne Makroskop auf MMT gestoßen wäre, weiß ich nicht. Jedenfalls hat sich Makroskop in Deutschland wie keine andere Publikation um die Diskussion und Verbreitung von MMT verdient gemacht.

Als wohlwollender Skeptiker möchte ich den Makroskopen, die MMT vertreten, nachfolgend kritische Nachfragen stellen. Als Textgrundlage dient mir dabei die von L. Randall Wray geschriebene und 2012 in erster und 2015 in zweiter Auflage erschienene Einführung mit dem Titel „Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems“ ([dieser](#) Band). Im Hintergrund stehen zudem die zahlreichen Beiträge von Makroskopen wie Dirk Ehnts, Heiner Flassbeck, Günther Grunert, Bill Mitchell, Paul Steinhardt und Walter Tobergte, die ich regelmäßig und mit großem Gewinn lese (klar ist, dass die Genannten unterschiedliche Grade an Nähen zu MMT aufweisen). Besonders hervorzuheben sind hierbei die langen Serien „Unser Geldsystem“ und „Was ist eigentlich Geld“ von Heiner Flassbeck und Paul Steinhardt ([hier](#) und [hier](#) die jeweils ersten Teile der Serien). Falls es mir gelingt, zum Thema MMT ein paar zumindest nicht völlig abwegige Einwände zu erheben und Nachfragen zu stellen, dann liegt das auch an dem MMT-

Workshop, den Paul Steinhardt vor einigen Monaten am Kölner Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung abhielt und den alle Beteiligten in allerbesten Erinnerung haben.

MMT in a Nutshell

MMT verdichtet eine Anzahl von aus anderen Theoriekörpern wie dem Keynesianismus, dem Chartalismus und dem *functional finance approach* stammenden Einsichten und lässt daraus etwas Neues entstehen. Folgende Punkte dürfen wir als Grundpfeiler des Gedankengebäudes werten:

1. *Currency issuer* sind von *currency users* zu unterscheiden. Der Staat und seine Zentralbank sind *currency issuer*. Ein *issuer* kann sich in der von ihm geschöpften Währung nicht überschulden.
2. Die Geldschöpfung und die Staatsausgaben sind der Besteuerung logisch vorgelagert. Aus einer Anzahl von Gründen (wir kommen darauf zurück) sammelt der Staat durch Besteuerung einen Teil des Geldes, das er den *users* vorher zur Verfügung gestellt hat, wieder ein. Entscheidend ist hier die Reihenfolge: Staatsausgaben sind die Voraussetzung der Erhebung von Steuern, nicht umgekehrt.
3. Die Zentralbanken verfügen über das Monopol der Schöpfung von Zentralbankgeld. Dem Kreislauf des Zentralbankgelds ist allerdings ein zweiter und von diesem fast vollständig getrennter Geldkreislauf an die Seite zu stellen, der Kreislauf des Giralgelds. Geschäftsbanken schöpfen Giralgeld eigenständig „aus dem Nichts“, durch einen Akt der Bilanzverlängerung. Die Geldpolitik der Zentralbank beeinflusst die Zinsen, zu denen Kredite vergeben werden, ist aber nicht in der Lage, die Menge des geschöpften Giral- oder Zentralbankgelds zu steuern.
4. Alle Betrachtungen von Defiziten und Schulden müssen aus einer saldentheoretischen Perspektive erfolgen, die in Rechnung stellt, dass sich vollständig erfasste Salden stets auf null addieren. Defiziten des Einen stehen stets Überschüsse des Anderen, Schulden des Einen Ersparnisse des Anderen gegenüber.

In den Worten meines Kollegen Benjamin Braun (auf dem oben erwähnten Workshop): Alles spricht dafür, dass MMT mit diesen Punkten die derzeit beste deskriptive Theorie der Geld- und Kreditschöpfung liefert. Meine Zweifel beziehen sich daher nicht auf die deskriptiven Eigenschaften der Theorie. MMT will aber nicht nur deskriptive, sondern auch präskriptive Theorie sein, also theoretisch kontrollierte Auskünfte darüber erlauben, was sein *könnte*, wenn man wollte. Hierin liegt die politische Brisanz der MMT. Sie gelangt zu Schlussfolgerungen, die allem zu widersprechen scheinen, was man bisher über die Handlungsspielräume der Finanz- und Geldpolitik zu wissen glaubte. Auf diese praktischen Implikationen beziehen sich meine mal in der Form von Zweifeln, mal mit expliziten Fragezeichen versehenen Nachfragen.

Probleme mit Wechselkursen

Mit meinem ersten Zweifel mache ich es mir zugegebenermaßen leicht, weil ich weiß, dass mir die Mehrzahl der Makroskopen nicht widersprechen wird: Mitchell, Wray und andere MMTler befürworten frei schwankende Wechselkurse, weil diese, so die Protagonisten, die Spielräume wirtschaftspolitischer Steuerung nach innen maximieren. Wir werden alle zustimmen, dass es zur Maximierung solcher Spielräume *stimmiger* Wechselkurse bedarf. Ob der Markt in der Lage ist, diese zu finden, steht auf einem anderen Blatt. Bemerkenswert erscheint mir hier das Nebeneinander nichtliberaler und liberaler Prinzipien. *Nach innen*

propagiert MMT Staatseingriffe in einem Ausmaß, das den meisten Bürgerinnen und Bürgern unvorstellbar erscheinen muss. *Nach außen* vertraut MMT hingegen in die Fähigkeit von Märkten, den richtigen Wert für den nach den Löhnen wichtigsten Preis in kapitalistischen Ökonomien zu finden: für den Wechselkurs.

Probleme mit der Zinssteuerung

Mit meinem zweiten Punkt möchte ich mich an den Kern des Problems heranrobben: an die meines Erachtens höchst *selektive Endogenisierung von Handlungsbeschränkungen*, die im Ergebnis zu einer allzu optimistischen Beschreibung politischer Spielräume führt. Ein souveräner Staat sei in der Lage, die Risikoaufschläge auf Staatsanleihen auf jedes beliebige Niveau zu drücken, so ist in mehreren Beiträgen zu lesen. Gemeint ist: Da Notenbanken unbeschränkt Geld schöpfen können, können sie an den Finanzmärkten auch unbeschränkt intervenieren und müssen mit dem Aufkauf von Staatsanleihen im Prinzip erst aufhören, wenn deren Risikoaufschläge auf das angestrebte Niveau gesunken sind.

So weit, so überzeugend – die Musik aber liegt in den Worten „im Prinzip“. Niemand würde bestreiten, dass die Höhe von Risikoaufschlägen durch Interventionen beeinflussbar ist (was die Lehrbuchunterscheidung zwischen Geld- und Fiskalpolitik allein schon fragwürdig erscheinen lässt). Aber auf jedes beliebige Niveau? MMT kann zu dieser Aussage nur gelangen, indem sie die Fähigkeit zur unbeschränkten Geldschöpfung in ihren Theoriekörper einschließt, alle Gesichtspunkte aber, die faktische Untergrenzen des wünsch- und tragbaren Niveaus von Aufschlägen bedingen, als theorieextern behandelt. Empirisch finden wir vor der Planung und Einführung des Euros – zu einer Zeit also, als es die geldpolitische Souveränität der heutigen Euro-Teilnehmer noch gab – bekanntlich erhebliche Unterschiede zwischen den Höhen der Risikoaufschläge auf Staatsanleihen vor. Hatten die Länder mit hohen Risikoaufschlägen ihre prinzipielle Fähigkeit zu deren Minimierung nicht durchschaut?

Ich denke, das dürfen wir ausschließen. Der Punkt war vielmehr, dass es bei der Gestaltung von Risikoaufschlägen in Wahrheit weitere *constraints* gab, die aufgrund der Fokussierung der MMT auf die unbegrenzte Geldschöpfungsmöglichkeit der Zentralbanken aber nur unzureichend erfasst werden. Denn Staatsanleihen haben ja (wie gerade die MMTler betonen) nicht nur eine Finanzierungsfunktion (falls sie diese überhaupt haben!), sondern sollen den Bürgerinnen und Bürgern als Angebot zur Aufnahme ihrer Ersparnisse dienen. Mindestens also müssen die Aufschläge fair für die Inflation und zudem für die Ungewissheit gegenüber zukünftigen Inflationsveränderungen – für das Inflationsrisiko – kompensieren. Außerdem wollen Sparerinnen und Sparer die Wertaufbewahrungsfunktion des Geldes nicht nur im Hinblick auf inländische, sondern auch auf ausländische Güter (Reisen, Importgüter) erhalten. Risikoaufschläge müssen also nicht nur ein Inflationsrisiko, sondern auch ein Wechselkursrisiko in Rechnung stellen. Sicher, die Zentralbanken *könnten* das alles ignorieren und die Zinsen auf Staatsanleihen weiter drücken. Um den Preis allerdings, dass die Staatsanleihen ihre Funktion als faires Angebot an die inländischen Sparerinnen und Sparer verlieren würden.

Das Problem der Anspruchsinflation

Damit will ich zu dem Punkt übergehen, mit dem MMT die wohl größte Faszination erzeugt: zu der laut MMT fiktiven Funktion der Staatseinnahmen für die Staatsausgaben. Der Staat, so MMT, kann in eigener Währung nicht bankrottgehen. Folglich sei er bei der Wahl der Höhe seiner Ausgaben durch nichts, namentlich nicht durch die Höhe seiner Einnahmen, beschränkt. Daraus folgt wiederum, dass der Staat die Steuern für Zwecke der Finanzierung

nicht brauche. Zwar, so MMT, erfüllen Steuern wichtige Zwecke. Sie sichern die Akzeptanz der geschöpften Währung, sie dienen der Abstrafung unerwünschten Verhaltens und natürlich der Umverteilung (siehe hierzu jüngst etwa auch Mitchells Antwort auf Bernstein [hier](#)). Dass den Staatsausgaben Staatseinnahmen gegenüberstehen müssen, sei hingegen ein nicht zu verteidigender Mythos.

Die Konsequenzen erscheinen ungeheuerlich: Nicht nur spricht aus dieser Perspektive nichts dagegen, dem Aufkauf von Staatsanleihen über den Umweg des privaten Bankensektors den direkten, umweglosen Aufkauf – die direkte monetäre Staatsfinanzierung – an die Seite zu stellen (ich denke, hiervon gehen wir Makroskopen in der Tat alle aus). Auch könnten die Notenbanken die Rechnungen der derzeit scheinbar über Einnahmen finanzierten Ausgaben selbst begleichen. Der Staat könnte, wenn das schiefe Bild erlaubt ist, unbegrenzt mit der Kreditkarte der Zentralbank auf Einkaufstour gehen, ohne hierbei auf Einnahmen angewiesen zu sein – also, statt *überhaupt* Steuern und Abgaben zu erheben (jedenfalls zu Zwecken der Finanzierung).

Auch hier wähne ich eine zu selektive Endogenisierung realer *constraints*, die zu allzu optimistischen Schlussfolgerungen führt und zudem, so fürchte ich, Gefahr läuft, die Theorienutzer politisch zu verwirren. Denken wir durch, was geschähe, würde der Mythos der Budgetrestriktion beseitigt. Unweigerlich müsste eine unbeherrschbare Anspruchsinflation ausbrechen. Ohne Haushaltsbegrenzungen gäbe es beispielsweise keine Grenzen und kein Halten bei öffentlichen Tarifverhandlungen mehr. Der Privatsektor müsste folgen. Das würde zweifellos sowohl erhebliche Inflation als auch Probleme bei der Stabilisierung des Außenwerts der Währung erzeugen. Den Leserinnen und Lesern werden spontan viele weitere Einfallstore für Anspruchsinflationen einfallen, die einsetzen müssten, sobald der Mythos der Haushaltsrestriktionen fallen würde.

Der „Trick“ der MMT besteht also auch hier darin, bestimmte reale Schranken öffentlicher Handlungsspielräume in den Blick zu nehmen, andere aber vor die Tore der Theorie zu verweisen. Auf die Qualifizierung der Finanzierungsfunktion der Staatseinnahmen als Mythos lasse ich mich gern ein – aber nur unter Einsicht in den Umstand, dass es *notwendige Mythen* geben kann, die im Ergebnis *reale* Einschränkungen öffentlicher Handlungsspielräume konstituieren. Die politische Welt ist voll solcher Mythen, die große Teile der Fachwelt als solche erkannt haben, die aber trotzdem weiter perpetuiert werden, weil sie notwendig erscheinen. Ein Beispiel aus der Politikwissenschaft ist die Vorstellung von der Kontrolle der Exekutive durch die Legislative, obwohl doch eigentlich jeder weiß, dass die wahre Trennungslinie nicht zwischen Exekutive und Legislative, sondern zwischen Regierung und Opposition verläuft. Trotzdem werfen wir unsere Vorstellungen über Gewaltenteilung (und mit ihnen das Grundgesetz) nicht über den Haufen. Wir brauchen sie, um die Dinge am Laufen zu halten. Frage an die MMTler: Wenn wir Mythen als *notwendige Mythen* erkennen, von denen man sich nicht schmerzfrei verabschieden kann und sollte – verdienen sie dann nicht zwingend theoretischer Berücksichtigung, sobald es gilt, über reale Handlungsspielräume zu informieren? Anders gefragt, wie praxistauglich sind Aussagen wie jene, dass der Staat auf dem Papier auf die Finanzierungsfunktion von Steuern verzichten *könnte*, bei Licht besehen?

Prämoderner Theoriekörper

Das führt mich zum generellsten meiner Zweifel an MMT: In gewisser Hinsicht empfinde ich den Theoriekörper als prämodern, als hinter dem Stand des Wissens über Geld als sozialem Phänomen zurückbleibend. MMT ist in der Lage, zauberhafte Operationen vorzuführen, die

auf dem Papier funktionieren, wenn man ein höchst mechanistisches Geldverständnis zu Grunde legt. Wenig bemüht sich die Theorie hingegen um Auskunft über jene Grenzen der realen Durchführbarkeit der Operationen, die sich daraus ergeben, dass die Geldnutzer keine Teile einer Maschine sind, sondern mit soziologischen und psychologischen Merkmalen ausgestattete, wirkliche Menschen.

Soweit ich erkennen kann, ist die Frage nach der Akzeptanz des Geldes durch die Geldnutzer für MMT mit dem Verweis auf die Notwendigkeit, Steuern in eigener Währung zu begleichen, abschließend beantwortet. Eine Geldwirtschaft braucht aber mehr als das, nämlich ein fundamentales Vertrauen der Nutzerinnen und Nutzer in die – ja stets imaginäre – Werthaltigkeit des Geldes. Vertrauensverlust in das Geld wäre gleichbedeutend mit der Explosion von Ungewissheit über die Zukunft. Ein solcher Verlust würde die Investitionsbereitschaft gegen Null drücken, Angstsparen und die Flucht in Sachwerte auslösen – kurz, die Wirtschaft zusammenbrechen lassen. Diese Notwendigkeit der Aufrechterhaltung von Vertrauen muss einen Platz in einer „modernen Geldtheorie“ finden und ihre Aussagen über das Machbare müssen stets auf die Rückwirkungen auf jenes Vertrauen geprüft werden.

Die Debatte um das Helikoptergeld illustriert das Problem sehr gut (Heiner Flassbeck hat das [hier](#) und [hier](#) treffend diskutiert). Auf dem Papier handelt es sich um eine brillante Idee – zumal es die Schöpferinnen und Schöpfer der Euro-Regeln in der Tat versäumten, dem Verbot der direkten Staatsfinanzierung durch die EZB ein Verbot der Ausgabe von Helikoptergeld an die Seite zu stellen. Es genügt aber nicht, auf dem Papier zu brillieren. Jede ernst zu nehmende Evaluation der Option muss in Rechnung stellen, wie weit sich das Helikoptergeld von allen Vorstellungen, die die *currency user* vom Wesen des Geldes und der Staatsfinanzen haben, wegbewegt. Würde das Helikoptergeld aufgrund erzeugter Verunsicherung Angstsparen in einem Ausmaß auslösen, das die Menge des „abgeworfenen“ Geldes übersteigt, wäre am Ende wenig gewonnen.

Ebenso verhält es sich meinem Eindruck nach mit einigen Folgerungen der MMT. Die Theorie neigt zum Design von Lösungen, die nur unter höchst fragwürdigen *ceteris-paribus*-Bedingungen plausibel sind. Angenommen wird die Anwendbarkeit der oft ganz und gar verblüffenden theoretischen Schlussfolgerungen ohne Rückwirkungen auf das Vertrauen der *currency user*. Die Überzeichnung realer Handlungsspielräume ist in der Theorie damit systematisch angelegt. Diese Einsicht hat eine durchaus dramatische Konsequenz: Ich fürchte, dass die politischen Mitstreiterinnen und Mitstreiter bis auf weiteres – im gegenwärtigen Stadium der Theorieentwicklung – davor gewarnt werden müssen, die Erkenntnisse der MMT 1:1 in ihre Forderungskataloge zu überführen.

Fazit

Im Ergebnis fasziniert MMT nicht nur als korrekte deskriptive Theorie der Kredit- und Geldschöpfung und der Geldkreisläufe. MMT öffnet auch die Augen für – zumal im Euroraum – unterausgeschöpfte Handlungspotenziale. Diese werden durch MMT allerdings systematisch überzeichnet. Gerade diese Diskrepanz zwischen überzeichneten und realen Spielräumen sollte meines Erachtens der Ausgangspunkt für ein interdisziplinäres normatives Forschungsprogramm sein. Wie müssten Institutionen ausgestaltet sein, die es erlauben, mehr der von MMT auf dem Papier identifizierten Handlungspotenziale auszuschöpfen, ohne sich dabei in den Fallen von mutwillig erzeugten Anspruchsinflationen und von Verlusten an Vertrauen in die Geldordnung zu verfangen? Es sollte lohnen, an diesen Fragen weiter zu feilen.