

1 **Modern Monetary Theory: Einwände eines wohlwollenden Zweiflers**

2 Aus: Makroskop, [https://makroskop.eu/modern-monetary-theory-einwande-eines-wohlwollenden-](https://makroskop.eu/modern-monetary-theory-einwande-eines-wohlwollenden-zweiflers/)
3 [zweiflers/](https://makroskop.eu/modern-monetary-theory-einwande-eines-wohlwollenden-zweiflers/)

4 Von Martin Höpner | 19. März 2018

5 Martin Höpner ist Politikwissenschaftler. Sein Forschungsschwerpunkt am Max-Planck-Institut für
6 Gesellschaftsforschung in Köln ist die Vergleichende Politische Ökonomie. Er ist Inhaber einer
7 außerplanmäßigen Professur an der Universität zu Köln.

8

9 Die Modern Monetary Theory überzeugt nicht nur als korrekte deskriptive Theorie der Kredit- und
10 Geldschöpfung und der Geldkreisläufe. Sie öffnet auch die Augen für – zumal im Euroraum –
11 unterausgeschöpfte Handlungspotenziale. Allerdings werden diese von der MMT systematisch
12 überzeichnet. Mir geht es nicht anders als vielen Leserinnen und Lesern von Makroskop: Man kann
13 kaum anders, als sich für die „Modern Monetary Theory“ (MMT) zu interessieren. Es handelt sich um
14 eine der spannendsten, wenn nicht sogar: um die spannendste Theorieentwicklung der Gegenwart. Ob
15 und wann ich ohne Makroskop auf MMT gestoßen wäre, weiß ich nicht. Jedenfalls hat sich
16 Makroskop in Deutschland wie keine andere Publikation um die Diskussion und Verbreitung von
17 MMT verdient gemacht. Als wohlwollender Skeptiker möchte ich den Makroskopen, die MMT
18 vertreten, nachfolgend kritische Nachfragen stellen. Als Textgrundlage dient mir dabei die von L.
19 Randall Wray geschriebene und 2012 in erster und 2015 in zweiter Auflage erschienene Einführung
20 mit dem Titel „Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary
21 Systems“ (dieser Band). Im Hintergrund stehen zudem die zahlreichen Beiträge von Makroskopen wie
22 Dirk Ehnts, Heiner Flassbeck, Günther Grunert, Bill Mitchell, Paul Steinhardt und Walter Tobergte,
23 die ich regelmäßig und mit großem Gewinn lese (klar ist, dass die Genannten unterschiedliche Grade
24 an Nähen zu MMT aufweisen). Besonders hervorzuheben sind hierbei die langen Serien „Unser
25 Geldsystem“ und „Was ist eigentlich Geld“ von Heiner Flassbeck und Paul Steinhardt (hier und hier
26 die jeweils ersten Teile der Serien). Falls es mir gelingt, zum Thema MMT ein paar zumindest nicht
27 völlig abwegige Einwände zu erheben und Nachfragen zu stellen, dann liegt das auch an dem MMT-
28 Workshop, den Paul Steinhardt vor einigen Monaten am Kölner Max-Planck-Institut für
29 Gesellschaftsforschung abhielt und den alle Beteiligten in allerbesten Erinnerung haben.

30 **MMT in a Nutshell**

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

34 1. Currency issuer sind von currency usern zu unterscheiden. Der Staat und seine Zentralbank sind
35 currency issuer. Ein issuer kann sich in der von ihm geschöpften Währung nicht überschulden.

36 2. Die Geldschöpfung und die Staatsausgaben sind der Besteuerung logisch vorgelagert. Aus einer
37 Anzahl von Gründen (wir kommen darauf zurück) sammelt der Staat durch Besteuerung einen Teil des
38 Geldes, das er den usern vorher zur Verfügung gestellt hat, wieder ein. Entscheidend ist hier die
39 Reihenfolge: Staatsausgaben sind die Voraussetzung der Erhebung von Steuern, nicht umgekehrt.

40 3. Die Zentralbanken verfügen über das Monopol der Schöpfung von Zentralbankgeld. Dem Kreislauf
41 des Zentralbankgelds ist allerdings ein zweiter und von diesem fast vollständig getrennter
42 Geldkreislauf an die Seite zu stellen, der Kreislauf des Giralgelds. Geschäftsbanken schöpfen
43 Giralgeld eigenständig „aus dem Nichts“, durch einen Akt der Bilanzverlängerung. Die Geldpolitik
44 der Zentralbank beeinflusst die Zinsen, zu denen Kredite vergeben werden, ist aber nicht in der Lage,
45 die Menge des geschöpften Giral- oder Zentralbankgelds zu steuern.

46 4. Alle Betrachtungen von Defiziten und Schulden müssen aus einer saldentheoretischen Perspektive
47 erfolgen, die in Rechnung stellt, dass sich vollständig erfasste Salden stets auf null addieren. Defiziten
48 des Einen stehen stets Überschüsse des Anderen, Schulden des Einen Ersparnisse des Anderen
49 gegenüber.

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

59 Probleme mit Wechselkursen

60 Mit meinem ersten Zweifel mache ich es mir zugegebenermaßen leicht, weil ich weiß, dass mir die
61 Mehrzahl der Makroskopen nicht widersprechen wird: Mitchell, Wray und andere MMTler
62 befürworten frei schwankende Wechselkurse, weil diese, so die Protagonisten, die Spielräume
63 wirtschaftspolitischer Steuerung nach innen maximieren. Wir werden alle zustimmen, dass es zur
64 Maximierung solcher Spielräume stimmiger Wechselkurse bedarf. Ob der Markt in der Lage ist, diese
65 zu finden, steht auf einem anderen Blatt. Bemerkenswert erscheint mir hier das Nebeneinander
66 nichtliberaler und liberaler Prinzipien. Nach innen propagiert MMT Staatseingriffe in einem Ausmaß,
67 das den meisten Bürgerinnen und Bürgern unvorstellbar erscheinen muss. Nach außen vertraut MMT

68 hingegen in die Fähigkeit von Märkten, den richtigen Wert für den nach den Löhnen wichtigsten Preis
69 in kapitalistischen Ökonomien zu finden: für den Wechselkurs.

70 Probleme mit der Zinssteuerung

71 Mit meinem zweiten Punkt möchte ich mich an den Kern des Problems heranrobben: an die meines
72 Erachten höchst selektive Endogenisierung von Handlungsbeschränkungen, die im Ergebnis zu einer
73 allzu optimistischen Beschreibung politischer Spielräume führt. Ein souveräner Staat sei in der Lage,
74 die Risikoaufschläge auf Staatsanleihen auf jedes beliebige Niveau zu drücken, so ist in mehreren
75 Beiträgen zu lesen. Gemeint ist: Da Notenbanken unbeschränkt Geld schöpfen können, können sie an
76 den Finanzmärkten auch unbeschränkt intervenieren und müssen mit dem Aufkauf von Staatsanleihen
77 im Prinzip erst aufhören, wenn deren Risikoaufschläge auf das angestrebte Niveau gesunken sind. So
78 weit, so überzeugend – die Musik aber liegt in den Worten „im Prinzip“. Niemand würde bestreiten,
79 dass die Höhe von Risikoaufschlägen durch Interventionen beeinflussbar ist (was die
80 Lehrbuchunterscheidung zwischen Geld- und Fiskalpolitik allein schon fragwürdig erscheinen lässt).
81 Aber auf jedes beliebige Niveau? MMT kann zu dieser Aussage nur gelangen, indem sie die Fähigkeit
82 zur unbeschränkten Geldschöpfung in ihren Theoriekörper einschließt, alle Gesichtspunkte aber, die
83 faktische Untergrenzen des wünsch- und tragbaren Niveaus von Aufschlägen bedingen, als
84 theorieextern behandelt. Empirisch finden wir vor der Planung und Einführung des Euro – zu einer
85 Zeit also, als es die geldpolitische Souveränität der heutigen Euro-Teilnehmer noch gab – bekanntlich
86 erhebliche Unterschiede zwischen den Höhen der Risikoaufschläge auf Staatsanleihen vor. Hatten die
87 Länder mit hohen Risikoaufschlägen ihre prinzipielle Fähigkeit zu deren Minimierung nicht
88 durchschaut? Ich denke, das dürfen wir ausschließen. Der Punkt war vielmehr, dass es bei der
89 Gestaltung von Risikoaufschlägen in Wahrheit weitere constraints gab, die aufgrund der Fokussierung
90 der MMT auf die unbegrenzte Geldschöpfungsmöglichkeit der Zentralbanken aber nur unzureichend
91 erfasst werden. Denn Staatsanleihen haben ja (wie gerade die MMTler betonen) nicht nur eine
92 Finanzierungsfunktion (falls sie diese überhaupt haben!), sondern sollen den Bürgerinnen und Bürgern
93 als Angebot zur Aufnahme ihrer Ersparnisse dienen. Mindestens also müssen die Aufschläge fair für
94 die Inflation und zudem für die Ungewissheit gegenüber zukünftigen Inflationsveränderungen – für
95 das Inflationsrisiko – kompensieren. Außerdem wollen Sparerinnen und Sparer die
96 Wertaufbewahrungsfunktion des Geldes nicht nur im Hinblick auf inländische, sondern auch auf
97 ausländische Güter (Reisen, Importwww. makroskop.eu 4 Modern Monetary Theory: Einwände eines
98 wohlwollenden Zweiflers güter) erhalten. Risikoaufschläge müssen also nicht nur ein Inflationsrisiko,
99 sondern auch ein Wechselkursrisiko in Rechnung stellen. Sicher, die Zentralbanken könnten das alles
100 ignorieren und die Zinsen auf Staatsanleihen weiter drücken. Um den Preis allerdings, dass die
101 Staatsanleihen ihre Funktion als faires Angebot an die inländischen Sparerinnen und Sparer verlieren
102 würden.

103 Das Problem der Anspruchsinflation

104 Damit will ich zu dem Punkt übergehen, mit dem MMT die wohl größte Faszination erzeugt: zu der
105 laut MMT fiktiven Funktion der Staatseinnahmen für die Staatsausgaben. Der Staat, so MMT, kann in
106 eigener Währung nicht bankrottgehen. Folglich sei er bei der Wahl der Höhe seiner Ausgaben durch
107 nichts, namentlich nicht durch die Höhe seiner Einnahmen, beschränkt. Daraus folgt wiederum, dass
108 der Staat die Steuern für Zwecke der Finanzierung nicht brauche. Zwar, so MMT, erfüllen Steuern
109 wichtige Zwecke. Sie sichern die Akzeptanz der geschöpften Währung, sie dienen der Abstrafung
110 unerwünschten Verhaltens und natürlich der Umverteilung (siehe hierzu jüngst etwa auch Mitchells
111 Antwort auf Bernstein hier). Dass den Staatsausgaben Staatseinnahmen gegenüberstehen müssen, sei
112 hingegen ein nicht zu verteidigender Mythos. Die Konsequenzen erscheinen ungeheuerlich: Nicht nur
113 spricht aus dieser Perspektive nichts dagegen, dem Aufkauf von Staatsanleihen über den Umweg des
114 privaten Bankensektors den direkten, umweglosen Aufkauf – die direkte monetäre Staatsfinanzierung
115 – an die Seite zu stellen (ich denke, hiervon gehen wir Makroskopen in der Tat alle aus). Auch
116 könnten die Notenbanken die Rechnungen der derzeit scheinbar über Einnahmen finanzierten
117 Ausgaben selbst begleichen. Der Staat könnte, wenn das schiefe Bild erlaubt ist, unbegrenzt mit der
118 Kreditkarte der Zentralbank auf Einkaufstour gehen, ohne hierbei auf Einnahmen angewiesen zu sein
119 – also, statt überhaupt Steuern und Abgaben zu erheben (jedenfalls zu Zwecken der Finanzierung).
120 Auch hier wähne ich eine zu selektive Endogenisierung realer constraints, die zu allzu optimistischen
121 Schlussfolgerungen führt und zudem, so fürchte ich, Gefahr läuft, die Theorienutzer politisch zu
122 verwirren. Denken wir durch, was geschähe, würde der Mythos der Budgetrestriktion beseitigt.
123 Unweigerlich müsste eine unbeherrschbare Anspruchsinflation ausbrechen. Ohne
124 Haushaltsbegrenzungen gäbe es beispielsweise keine Grenzen und kein Halten bei öffentlichen
125 Tarifverhandlungen mehr. Der Privatsektor müsste folgen. Das würde zweifellos sowohl erhebliche
126 Inflation als auch Probleme bei der Stabilisierung des Außenwerts der Währung erzeugen. Den
127 Leserinnen und Lesern werden spontan viele weitere Einfallstore für Anspruchsinflationen einfallen,
128 die einsetzen müssten, sobald der Mythos der Haushaltsrestriktionen fallen würde.

129 Der „Trick“ der MMT besteht also auch hier darin, bestimmte reale Schranken öffentlicher
130 Handlungsspielräume in den Blick zu nehmen, andere aber vor die Tore der Theorie zu verweisen. Auf
131 die Qualifizierung der Finanzierungsfunktion der Staatseinnahmen als Mythos lasse ich mich gern ein
132 – aber nur unter Einsicht in den Umstand, dass es notwendige Mythen geben kann, die im Ergebnis
133 reale Einschränkungen öffentlicher Handlungsspielräume konstituieren. Die politische Welt ist voll
134 solcher Mythen, die große Teile der Fachwelt als solche erkannt haben, die aber trotzdem weiter
135 perpetuiert werden, weil sie notwendig erscheinen. Ein Beispiel aus der Politikwissenschaft ist die
136 Vorstellung von der Kontrolle der Exekutive durch die Legislative, obwohl doch eigentlich jeder weiß,
137 dass die wahre Trennungslinie nicht zwischen Exekutive und Legislative, sondern zwischen Regierung
138 und Opposition verläuft. Trotzdem werfen wir unsere Vorstellungen über Gewaltenteilung (und mit

139 ihnen das Grundgesetz) nicht über den Haufen. Wir brauchen sie, um die Dinge am Laufen zu halten.
140 Frage an die MMTler: Wenn wir Mythen als notwendige Mythen erkennen, von denen man sich nicht
141 schmerzfrei verabschieden kann und sollte – verdienen sie dann nicht zwingend theoretischer
142 Berücksichtigung, sobald es gilt, über reale Handlungsspielräume zu informieren? Anders gefragt, wie
143 praxistauglich sind Aussagen wie jene, dass der Staat auf dem Papier auf die Finanzierungsfunktion
144 von Steuern verzichten könnte, bei Licht besehen?

145 **Bonusteil – nicht im Abend: Prämoderner Theoriekörper**

146 Das führt mich zum generellsten meiner Zweifel an MMT: In gewisser Hinsicht empfinde ich den Theoriekörper als
147 prämodern, als hinter dem Stand des Wissens über Geld als sozialem Phänomen zurückbleibend. MMT ist in der Lage,
148 zauberhafte Operationen vorzuführen, die auf dem Papier funktionieren, wenn man ein höchst mechanistisches
149 Geldverständnis zu Grunde legt. Wenig bemüht sich die Theorie hingegen um Auskunft über jene Grenzen der realen
150 Durchführbarkeit der Operationen, die sich daraus ergeben, dass die Geldnutzer keine Teile einer Maschine sind, sondern mit
151 soziologischen und psychologischen Merkmalen ausgestattete, wirkliche Menschen. Soweit ich erkennen kann, ist die Frage
152 nach der Akzeptanz des Geldes durch die Geldnutzer für MMT mit dem Verweis auf die Notwendigkeit, Steuern in eigener
153 Währung zu begleichen, abschließend beantwortet. Eine Geldwirtschaft braucht aber mehr als das, nämlich ein
154 fundamentales Vertrauen der Nutzerinnen und Nutzer in die – ja stets imaginäre – Werthaltigkeit des Geldes.
155 Vertrauensverlust in das Geld wäre gleichbedeutend mit der Explosion von Ungewissheit über die Zukunft. Ein solcher
156 Verlust würde die Investitionsbereitschaft gegen Null drücken, Angstsparen und die Flucht in Sachwerte auslösen – kurz, die
157 Wirtschaft zusammenbrechen lassen. Diese Notwendigkeit der Aufrechterhaltung von Vertrauen muss einen Platz in einer
158 „modernen Geldtheorie“ finden und ihre Aussagen über das Machbare müssen stets auf die Rückwirkungen auf jenes
159 Vertrauen geprüft werden. Die Debatte um das Helikoptergeld illustriert das Problem sehr gut (Heiner Flassbeck hat das hier
160 und hier treffend diskutiert). Auf dem Papier handelt es sich um eine brillante Idee – zumal es die Schöpferinnen und
161 Schöpfer der Euro-Regeln in der Tat versäumten, dem Verbot der direkten Staatsfinanzierung durch die EZB ein Verbot der
162 Ausgabe von Helikoptergeld an die Seite zu stellen. Es genügt aber nicht, auf dem Papier zu brillieren. Jede ernst zu
163 nehmende Evaluation der Option muss in Rechnung stellen, wie weit sich das Helikoptergeld von allen Vorstellungen, die
164 die currency user vom Wesen des Geldes und der Staatsfinanzen haben, wegbewegt. Würde das Helikoptergeld aufgrund
165 erzeugter Verunsicherung Angstsparen in einem Ausmaß auslösen, das die Menge des „abgeworfenen“ Geldes übersteigt,
166 wäre am Ende wenig gewonnen. Ebenso verhält es sich meinem Eindruck nach mit einigen Folgerungen der MMT. Die
167 Theorie neigt zum Design von Lösungen, die nur unter höchst fragwürdigen ceteris-paribus-Bedingungen plausibel sind.
168 Angenommen wird die Anwendbarkeit der oft ganz und gar verblüffenden theoretischen Schlussfolgerungen ohne
169 Rückwirkungen auf das Vertrauen der currency user. Die Überzeichnung realer Handlungsspielräume ist in der Theorie damit
170 systematisch angelegt. Diese Einsicht hat eine durchaus dramatische Konsequenz: Ich fürchte, dass die politischen
171 Mitstreiterinnen und Mitstreiter bis auf weiteres – im gegenwärtigen Stadium der Theorieentwicklung – davor gewarnt
172 werden müssen, die Erkenntnisse der MMT 1:1 in ihre Forderungskataloge zu überführen.

173 **Fazit**

174 Im Ergebnis fasziniert MMT nicht nur als korrekte deskriptive Theorie der Kredit- und Geldschöpfung
175 und der Geldkreisläufe. MMT öffnet auch die Augen für – zumal im Euroraum – unterausgeschöpfte
176 Handlungspotenziale. Diese werden durch MMT allerdings systematisch überzeichnet. Gerade diese
177 Diskrepanz zwischen überzeichneten und realen Spielräumen sollte meines Erachtens der
178 Ausgangspunkt für ein interdisziplinäres normatives Forschungsprogramm sein. Wie müssten

179 Institutionen ausgestaltet sein, die es erlauben, mehr der von MMT auf dem Papier identifizierten
180 Handlungspotenziale auszuschöpfen, ohne sich dabei in den Fallen von mutwillig erzeugten
181 Anspruchsinflationen und von Verlusten an Vertrauen in die Geldordnung zu verfangen? Es sollte
182 lohnen, an diesen Fragen weiter zu feilen.