

Fendel, Ralf; Schmidt, André

Article

Verglüht der Stern der Modern Monetary Theory?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Fendel, Ralf; Schmidt, André (2023) : Verglüht der Stern der Modern Monetary Theory?, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Sciendo, Warsaw, Vol. 103, Iss. 1, pp. 48-54,
<https://doi.org/10.2478/wd-2023-0016>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/269007>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Ralf Fendel, André Schmidt

Verglüht der Stern der Modern Monetary Theory?

Seit dem vergangenen Jahr ist die Inflation, die aufgrund der Intensivierung des Wettbewerbs durch die Globalisierung in der ökonomischen Diskussion als nahezu ausgestorben galt, wieder zurück. Es stellt sich die Frage, inwieweit die Modern Monetary Theory (MMT) einen substanziellen Beitrag zur gegenwärtigen makroökonomischen Diskussion liefern kann, oder ob durch die Stagflation ihre Popularität schrittweise zurückgedrängt wird. Der Beitrag setzt sich dabei kritisch mit der MMT und der von ihr betonten fiskalischen Dominanz auseinander.

Insbesondere in den USA und in der Eurozone erleben wir aktuell Inflationsraten in nicht erwarteter Höhe und es gibt den Anlass zu der Befürchtung, dass uns diese hohen Preissteigerungsraten auch in der nahen Zukunft erhalten bleiben. Vorbei scheint damit die Zeit der ultra-expansiven Geldpolitik und der fiskalischen Dominanz. Diese Entwicklung bleibt nicht ohne Wirkung auf die makroökonomischen Diskussionen. Für die sich wachsender Popularität erfreuenden Modern Monetary Theory (MMT) stellt die aktuelle Entwicklung einen Lackmustest dar. Aus Sicht der makroökonomischen Theorie und der Wirtschaftspolitik stellt sich die Frage, ob es angesichts der aktuellen Entwicklung überhaupt noch einen Platz für die MMT gibt oder ob ihr Stern bereits verglüht.

Der Corona-Schock führte 2020 bei den meisten Volkswirtschaften mit Ausnahme Chinas zu erheblichen Rückgängen des BIP. Neben den Emerging Economies, wie vor allem Brasilien und Indien, hatte auch die Eurozone einen deutlichen Rückgang des BIP 2020 zu verzeichnen. Während das Welt-BIP um ca. 4,2 % zurückgegangen ist, sank das BIP der Eurozone um ca. 7,5 %. Um die drohende Rezession zu ver-

meiden und entsprechende Entwicklungen abzufedern, reagierten die Regierungen in bester keynesianischer Manier mit einer Ausweitung der öffentlichen Verschuldung mittels der Erhöhung der Staatsausgaben. Zudem haben weltweit die Zentralbanken mit einer weiteren geldpolitischen Lockerung reagiert und die ohnehin schon seit über einem Jahrzehnt expansiv ausgerichtete Geldpolitik noch einmal verstärkt. Speziell die US-Fed reagierte im Frühjahr 2020 mit einer massiven geldpolitischen Lockerung. Diese Politik hatte zur Konsequenz, dass die Bilanzsummen der Zentralbanken weiter stark gewachsen sind. Gegenüber 2007 haben sich daher in den vergangenen 14 Jahren die Zentralbankbilanzen der Fed, der EZB nahezu verneunfacht und die der Bank of Japan (BoJ) versiebenfacht. Diese Entwicklung ist weltweit bisher beispiellos und wirft die Frage nach der langfristigen Tragfähigkeit einer solchen monetären Entwicklung auf. Dies gilt insbesondere auch vor dem Hintergrund, dass die Bilanzsummen in Relation zum BIP bisher kaum zu erwartende Größenordnungen erreicht haben. Speziell in Japan, wo die Bilanzsumme der BoJ bereits 134 % des BIP beträgt.

Vor dem Hintergrund der aktuell drohenden Stagflation ist eine mehr oder weniger radikale Trendumkehr in der Geldpolitik zu erwarten. Dass das Szenario einer globalen Stagflation immer wahrscheinlicher wird, dafür sprechen mehrere Gründe. Typisch für Stagflationsentwicklungen ist das Auftreten von Angebotsschocks nach einer langen Periode expansiver Geldpolitik. Die langanhaltende ultraexpansive Geldpolitik der Zentralbanken der vergangenen 15 Jahre hat die Basis für die bestehenden Liquiditätsüberschüsse, die sich jetzt als gewichtige Inflationstreiber erweisen, geschaffen. Ein weiterer wichtiger Indikator für eine Stagflation ist, dass die Angebotsschocks vor allem Güter betreffen, deren Preiselastizität der Nachfrage sehr gering ist. Dies betrifft insbesondere die Energie-, Rohstoff- und Nahrungsmittelmärkte. Aufgrund der preisunelastischen Nachfrage führt jeder Angebotsschock sofort zu steigenden Preisen. Dies gilt umso mehr, je stärker die Staaten versuchen, die Nachfrage nach diesen Gütern durch eine Erhöhung der Transferausgaben oder expansiver fiskalischer Programme auszuweiten. Sollte

© Der/die Autor:in 2023. Open Access: Dieser Artikel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz veröffentlicht (creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de).

Open Access wird durch die ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft gefördert.

Prof. Dr. Ralf Fendel ist Inhaber des Lehrstuhls für Monetäre Ökonomik an der WHU, Otto Beisheim School of Management, in Vallendar.

Prof. Dr. André Schmidt ist Inhaber des Lehrstuhls für Makroökonomik und Internationale Wirtschaft an der Universität Witten/Herdecke.

eine langfristige Trendumkehr von der fiskalischen Dominanz wieder verstärkt hin zur Inflationsbekämpfung durch Geldpolitik einsetzen, dann würde dies diametral den Vorstellungen der Proponenten der MMT widersprechen.

Theoriegeschichtliche Wurzeln der MMT

Im Zuge der Diskussion um die Neuausrichtung der makroökonomischen Wirtschaftspolitik und dabei insbesondere der Geldpolitik haben in jüngster Zeit zunehmend auch heterodoxe Ansätze, die zuvor eine eher nur bescheidene Aufmerksamkeit im Schatten des „akademischen Mainstreams“ erlangten, die akademische Bühne betreten. Der prominenteste Vertreter ist dabei die Schule der MMT, die oberflächlich betrachtet die etablierten makroökonomischen Lehrsätze in ihren Grundfesten zu erschüttern scheint. Mit dafür verantwortlich war nicht zuletzt das Aufgreifen der MMT im US-Vorwahlkampf 2020 durch Kandidaten der demokratischen Partei, wie etwa Senator Bernie Sanders und die Abgeordnete Alexandria Ocasio-Cortez. Seitdem ist eine intensive Debatte um die MMT entbrannt.

Zu den prominentesten akademischen Vertretern der MMT zählen William Mitchell, Randall Wray und Martin Watts, die ihre Thesen in einem makroökonomischen Lehrbuch (Mitchell et al., 2019) darlegen. Auch Ehnts (2022) hat die MMT jüngst in einem Lehrbuch verarbeitet (Ehnts und Höfgen, 2022). Einen guten Überblick bietet zudem Chohan (2020). Eine explizite Gegenüberstellung zur Mainstream-Makroökonomie bieten Mason und Jayadev (2018b). Einen guten Überblick über die Kritik an der MMT liefern Beck und Prinz (2019).

Im Folgenden werden die zentralen Aussagen der MMT zusammengefasst und in die Entwicklung der makroökonomischen Forschungsrichtungen eingeordnet. Dabei zeigt sich, dass viele Elemente der MMT bereits lange im Rahmen der postkeynesianischen Theorie diskutiert wurden und daher auch schon seit geraumer Zeit Eingang in die makroökonomischen Diskussionen gefunden haben. Mit anderen Worten: Der echte Neuigkeitsgrad der MMT ist relativ gering. Dabei sei auch darauf verwiesen, dass die MMT selbst von den dazu beitragenden Autoren sehr heterogen publiziert wird, so dass es die eine Lehrmeinung der MMT nicht gibt.

Chartalismus

Begründer der sogenannten chartalistischen Geldtheorie ist Georg Friedrich Knapp (1905), der eine positiv-rechtliche Begründung des Geldes in seinem Werk „Staatliche Theorie des Geldes“ skizzierte. Basis für den Ansatz des Chartalismus bildet die Theorie des Schuldgeldes, wie sie auf Mitchell Innes (1913) zurückgeht. Innes stellt im Gegensatz zur traditionellen Ansicht der Funktion des Geldes als Tauschmittel

(von Mises, 1912) vor allem auf die Rolle des Geldes als Recheneinheit ab. Der Handel mit Waren wird als ein Kreditsystem angesehen, sodass Geld nichts anderes als eine Schuldanerkennung und daher ein Handelsinstrument bei ständiger Bildung von Schulden und Guthaben darstellt. Der Chartalismus beinhaltet, dass Geld bzw. eine Währung dadurch vom Staat etabliert wird, indem er es formal-rechtlich als gesetzliches Zahlungsmittel deklariert. Geld ist daher nichts anderes als ein Instrument der Rechtsordnung. Eine Währung erlangt ihren Wert dadurch, dass der Staat die Macht hat, Steuern zu erheben, die von den Steuerpflichtigen in dieser Währung aufzubringen sind. Es ist also eine Geldtheorie, die den Einfluss von Regierungspolitik und staatlichen Aktivitäten auf den Geldwert betont. Der Chartalismus impliziert damit, dass Geld keinen inneren Wert hat, sondern dieser nur durch die Regierung geschaffen wird. Die Theorie des Geldes ist daher nicht so sehr aus ökonomischer Sicht zu analysieren, sondern primär nur aus rechtsgeschichtlicher Sicht. Eine ausführliche Behandlung des (Neo-)Chartalismus findet sich bei Lavoie (2013). In der Interpretation der Entstehung des Geldwertes, der durch die Regierung geschaffen wird, bildet der Chartalismus eine wichtige dogmengeschichtliche Grundlage der MMT (Greitens, 2022).

Functional Finance

Die „Funktionale Finanzierungstheorie“ ist eine von Abba P. Lerner (1943) entwickelte Wirtschaftstheorie, die auf dem keynesianischen Prinzip der effektiven Nachfrage sowie des zuvor erläuterten Chartalismus beruht. Sie besagt, dass der Staat sich selbst finanzieren sollte, um seine expliziten Ziele zu erreichen. Hierzu zählen z. B. die Glättung des Konjunkturzyklus, damit verbunden das Erreichen von Vollbeschäftigung, die Gewährleistung von Wachstum und niedriger Inflation. Die wichtigsten Vorstellungen hinter der Theorie lassen sich, wie folgt, zusammenfassen:

- Regierungen sollten aktiv in die Volkswirtschaft eingreifen, denn gemäß der keynesianischen Lehre sind Volkswirtschaften nicht in sich stabil und es herrscht meistens ein Unterbeschäftigungsgleichgewicht vor.
- Geld entsteht gemäß des Chartalismus durch Schöpfung durch den Staat.
- Die Finanzpolitik sollte sich primär an ihren Auswirkungen auf die Volkswirtschaft orientieren, und der Staatshaushalt sollte dementsprechend angelegt werden, d.h. der Ausgleich von Einnahmen und Ausgaben ist nicht zentral, sondern der Wohlstand einer Volkswirtschaft, vor allem im Sinne der Vollbeschäftigung.
- Die Höhe und die Veränderungen der Staatsausgaben sollten im Lichte des gewünschten ökonomischen Ak-

tivitätsniveaus festgelegt werden, und Steuern sollten aufgrund ihrer wirtschaftlichen Auswirkungen und nicht primär zur Erzielung der Einnahmen erhoben werden.

- Die Grundsätze der „gesunden Finanzen“ sind zwar sinnvoll für private Haushalte, Unternehmen sowie nicht-zentralstaatliche Regierungen (wie z. B. Städte und föderale Einheiten) gelten aber nicht für die Zentralregierungen souveräner Staaten, die in der Lage sind, ihre eigene Währung zu emittieren.¹

Postkeynesianismus

Die dritte Wurzel der MMT findet sich vor allem in der postkeynesianischen Interpretation (Müller, 2019), wie sie vor allem in der Fassung von Kalecki (1969) Verbreitung gefunden hat. Der Postkeynesianismus unterscheidet sich vom Keynesianismus im Wesentlichen dadurch, dass im Postkeynesianismus von einem permanenten Unterbeschäftigungsgleichgewicht ausgegangen wird. So wird zu dessen Bekämpfung im Gegensatz zu Keynes nicht von temporären Defiziten ausgegangen, sondern von einem permanenten „Deficit Spending“. Auf der Basis der einfachen Saldenmechanik geht der Postkeynesianismus davon aus, dass sich jedes Defizit von selbst finanziert, da sich die Nettoersparnisse immer aus der Summe der privaten Investitionen und dem Budgetdefizit ergeben. Eine Erhöhung des Budgetdefizits würde daher zu einer Erhöhung der Nettoersparnisse führen (Kalecki, 2013). Dahinter verbirgt sich die Klassentheorie des Konsums, nach der die Beschäftigten ihre Konsumausgaben an den Löhnen und die Unternehmer ihre Konsumausgaben an den Gewinnen orientieren. Zudem geht Kalecki von der Endogenität der Geldmenge aus. Im Gegensatz zu Keynes wird die Geldmenge nicht von der Zentralbank exogen kontrolliert, sondern von der Kreditnachfrage der Geschäftsbanken determiniert. Sowohl die Logik der Saldenmechanik als auch die Annahme der Endogenität der Geldmenge sind für die MMT von entscheidender Bedeutung.

Die Hauptaussagen der MMT

Grundlegend für die MMT ist die einfache Vorstellung, dass ein Staat, der sich unbegrenzt durch die Ausgabe eigener Banknoten verschulden kann, jederzeit Vollbeschäftigung und unbegrenzte Investitionsmöglichkeiten schaffen kann, ohne dass davon wirtschaftspolitische Gefahren ausgehen. Es gibt daher keine ernstzunehmenden staatlichen Budgetrestriktionen. Damit wird die eigentliche Trennung zwischen Geld- und Fiskalpolitik faktisch aufgegeben. Aus der bisher beobachtbaren fiskalischen Dominanz der Geldpolitik erfolgt die reine fiskalpolitische Steuerung eines omnipotenten Staa-

tes. Im Kern basiert die MMT daher auf einer Konsolidierungshypothese, in der es zu einer Verschmelzung von Zentralbank und Staat kommt. Der Staat ist der alleinige Herausgeber der Währung. Die Schaffung des Geldes erfolgt durch staatliche Güter- und Dienstleistungskäufe. Der Staat weist die Zentralbank an, für die getätigten staatlichen Käufe entsprechende Guthaben zu schaffen. Die privaten Wirtschaftssubjekte müssen die so geschaffene Geldmenge akzeptieren, da sie nur mit diesem Geld ihre Steuern und Abgaben begleichen können. Die Vernichtung des Geldes erfolgt daher durch die Zahlung von Steuern und Abgaben. Mit anderen Worten, die Schaffung des Geldes erfolgt durch eine expansive Fiskalpolitik, während die Vernichtung von Geld durch Steuererhöhungen (kontraktive Fiskalpolitik) erfolgt. An die Stelle der bisherigen Geldpolitik tritt nun die Fiskalpolitik.

Damit wird auch der Vorstellung eines ausgeglichenen Staatshaushalts eine Absage erteilt. Da steigendes Wirtschaftswachstum zu steigenden Steuereinnahmen führt, würde dadurch auch eine automatische Stabilisierung gewährleistet. Da die MMT wie der Postkeynesianismus von einem permanenten Unterbeschäftigungsgleichgewicht ausgeht, gibt es auch kein ernstes Inflationsproblem. Sollte es dennoch dazu kommen, ließe sich dieses in Anlehnung an die Vorstellung der „Functional Finance“ durch die Steuerung der aggregierten Nachfrage bekämpfen. Darüber hinaus gibt es auch aufgrund der Endogenität der Geldmenge kein Crowding-out-Effekt mehr, da es nicht zu den entsprechenden Zinsanstiegen kommt.² Gleichzeitig wird der Vorstellung der Existenz unabhängiger Notenbanken eine Absage erteilt. Der Wert des Geldes wird – wie im Chartalismus – von der Ökonomie entkoppelt und wird ausschließlich nur noch positiv rechtlich zur Begleichung der Steuerschuld begründet.

Zentrale wirtschaftspolitische Forderungen der MMT

Basierend auf der von der MMT unterstellten Abwesenheit einer echten Budgetrestriktion für den Staatshaushalt und in Anbetracht des enormen Finanzierungsbedarfs an Zukunftsinvestitionen etwa für den Klimaschutz, sprechen sich die Befürworter der MMT für eine Ausweitung der Staatsverschuldung aus (etwa Odenthal und Tooze, 2021). Sie argumentieren, dass die Kosten einer zu niedrigen Staatsverschuldung unter Umständen sehr hoch sein können. Diese Kosten ergeben sich vor allem aus der ansonsten vorliegenden chronischen Nachfrageschwäche sowie den Mangel an „safe assets“ für die Anleger auf den Finanzmärkten. Beidem könnte durch eine stärkere Staatsverschuldung entgegengetreten werden. Eine (teilweise) Monetarisierung der Staatsverschuldung durch die Zent-

1 Eine neue Betrachtung der Zuteilung von Geld- und Fiskalpolitik im Rahmen der „Functional Finance“ (versus einer traditionellen „Sound Finance“) findet sich bei Manson und Jayadev (2018a).

2 Dies gilt allerdings nur für das zinsinduzierte Crowding-out. Das erwartungs- oder wechselkursdeterminierte Crowding-out kann auch bei endogener Geldmenge auftreten.

ralbank sollte zudem nicht als absolutes Tabu angesehen werden, sondern Teil einer Kosten-Nutzen-Analyse sein.

Bezogen auf Europa und die EZB, wird zudem argumentiert, dass man nicht mehr auf die USA als „consumer of last resort“ vertrauen könne, um dem chronischen Nachfragemangel zu begegnen. Letzterer wird unter anderem damit begründet, dass der Anteil der Arbeitseinkommen seit den 1970ern systematisch abgenommen hat, wodurch die Konsumquote strukturell gesunken ist. Nur Investitionen (auch durch den Staat) können diese ansonsten dauerhafte Nachfrangelücke schließen. Die Unterstützer der MMT sprechen sich folgerichtig für eine positivere Betrachtung der Staatsschulden aus, als dies in der Mainstreamökonomie derzeit der Fall ist, in der einseitig die (intertemporalen) Kosten einer zu hohen Staatsverschuldung in den Vordergrund gestellt werden. Dem Argument einer übermäßigen Belastung zukünftiger Generationen wird mit dem Verweis auf die (möglichst) produktive Verwendung der schuldenfinanzierten Staatsausgaben begegnet. Nach Ansicht der Vertreter der MMT entfaltet die Fiskalpolitik auch positive Wirkungen auf der Angebotsseite, wodurch zugleich eine Nachfrageinflation verhindert wird. Als konkretes Beispiel zur Unterstützung der Sichtweise von nur geringen Kosten einer hohen Staatsverschuldung wird oftmals Japan herangezogen, dessen Verschuldung von mehr als 250 % des BIP keine signifikanten Kosten aufzuweisen scheint. So ist die Inflation auch derzeit dort nur moderat und die BoJ sieht sich bisher im Gegensatz zur EZB und der Fed zu keinem Kurswechsel in der Geldpolitik veranlasst und hält an ihrer lockeren Geldpolitik fest. Diese Beobachtung unterstützt implizit die Sichtweise der MMT.

Nach Ansicht von Odenthal und Tooze (2021) bedarf es folgerichtig einer anderen (europäischen) Wirtschaftspolitik als es etwa noch in den 1970ern und 1980ern Jahren der Fall war. Begründet wird dies damit, dass sich die ökonomischen Einflusskräfte entscheidend geändert haben und die Welt sich nun einem Nachfrageproblem gegenübersteht. Dies impliziert zugleich, dass ein stark expansiver staatlicher Nachfrageimpuls sich zwar durchaus temporär inflationär auswirken könnte, das dauerhafte Wiederauftreten eines ausgeprägten Inflationsproblems aber als unwahrscheinlich angesehen wird. Letzteres hat auch zur Folge, dass das Zinsniveau dauerhaft niedrig bleiben wird, sodass es zugleich unwahrscheinlich sei, dass die Zinsen die (durch den Stimulus zu erhöhenden) Wachstumsraten des BIP übersteigen werden, was eine nicht-tragfähige Dynamik der Staatsverschuldung zur Folge hätte.

Ökonomische Kritik an der MMT

Die Thesen der MMT blieben nicht ohne Widerspruch (z. B. Buiter und Mann (2019) sowie Mankiw (2020)). Im Folgenden seien die relevantesten Kritikpunkte angeführt.

Negierung des Inflationsproblems

In der theoretischen Sicht der MMT wird die Gefahr des Entstehens inflationärer Entwicklungen negiert. Das liegt vor allem daran, dass sowohl die Quantitätstheorie des Geldes aufgrund der Annahme der Endogenität der Geldmenge als auch die fiskalische Theorie des Preisniveaus, nach der es immer dann zu inflationären Entwicklungen kommt, wenn der Staat nicht in der Lage ist, sein Haushaltsdefizit mit zukünftigen Steuereinnahmen zu tilgen, auf Ablehnung stoßen. Im Rahmen des theoretischen Bezugsrahmens der MMT kann es nur dann zu inflationären Entwicklungen kommen, wenn das gesamtwirtschaftliche Vollbeschäftigungsniveau erreicht ist und die aggregierte Güternachfrage das aggregierte Güterangebot übersteigt. Da jedoch die MMT in der Tradition des Postkeynesianismus von der Ubiquität des Unterbeschäftigungsgleichgewichts ausgeht, spielt in ihrem theoretischen Rahmen das Inflationsproblem faktisch keine Rolle.

Diese Sichtweise verkennt jedoch, dass sich die einzelnen Sektoren innerhalb einer Volkswirtschaft sehr unterschiedlich entwickeln können. So kann es durchaus sein, dass einzelne Sektoren – und dies ist vor allem vor dem Hintergrund der nicht branchenneutralen Wirkungen der staatlichen Fiskalpolitik nicht von der Hand zu weisen – zeitlich eher das Vollbeschäftigungseinkommen erreichen als andere Sektoren. Die Annahme eines symmetrischen Erreichens des gesamtwirtschaftlichen Vollbeschäftigungseinkommens ist daher kritikwürdig. Vielmehr ist davon auszugehen, dass einzelne Sektoren viel früher als andere Sektoren die Vollbeschäftigung erreichen und die von diesen Sektoren ausgehenden Preissteigerungen auf die anderen Sektoren übergreifen. Insbesondere vor dem Hintergrund, dass die Ressourcen gesamtwirtschaftlich begrenzt sind, und dann das höhere Lohnniveau in den am schnellsten gewachsenen Bereichen schnell auch zu höheren Löhnen und Preisen in den anderen Sektoren führen (Samuelson und Balassa, 1964; Cordon und Neary, 1982).

Insgesamt stellt sich der Verdacht ein, dass die MMT die Realität existierender realwirtschaftlicher (ressourcen-bedingter) Knappheiten vernachlässigt. Ohne Knappheiten gibt es auch kein Inflationsproblem, doch dann würde auch keine ökonomische Theorie mehr benötigt werden.

Darüber hinaus verkennt die MMT, dass es auch bei einem bestehenden Output-Gap zu inflationären Entwicklungen kommen kann, wenn es zu Inflationserwartungen kommt (Nakamura, 2021). Dabei sind vor allem die Veränderungen der langfristigen Inflationserwartungen von Relevanz, insbesondere dann, wenn es der Zentralbank nicht mehr gelingt, den Inflationsanker glaubwürdig zu installieren (Bernanke und Mishkin, 2007). Da im Rahmen der MMT die Inflationsbekämpfung der staatlichen Steuerpolitik übertragen wird, sind leise Zweifel erlaubt, ob die Wirtschaftssubjekte

der staatlichen Steuerpolitik eine höhere Glaubwürdigkeit entgegenbringen als einer unabhängig agierenden Zentralbank. Kommt es daher zum Entstehen von Inflationserwartungen, ist das Inflationsproblem unabhängig vom Erreichen des Vollbeschäftigungsgleichgewichtes vorhanden.

Weiterhin fehlt der MMT eine systematische Berücksichtigung des Finanzmarktes.³ Insbesondere der Zusammenhang des Problems von Überschussreserven auf den Finanzmärkten und deren Auswirkungen auf die Inflationserwartungen werden weder theoretisch problematisiert noch in der Modellwelt der MMT explizit berücksichtigt (Brunnermeier, 2021). Kommt es zu Liquiditätsüberhängen bei gleichzeitigen Inflationserwartungen führt dies zu Instabilitäten des Finanzsektors, wodurch die Vermögenspreise ansteigen und spekulative Blasen entstehen können. Daher kann auch aufgrund des Entstehens von Überschussliquidität trotz Unterbeschäftigung inflationärer Druck entstehen (Brunnermeier, 2005).

Inadäquanz der Steuerpolitik zur Inflationsbekämpfung

Diese Probleme erfahren noch eine Verschärfung, wenn man die Frage nach der Effektivität der Steuerpolitik zur Inflationsbekämpfung thematisiert. Das theoretische Gerüst der MMT basiert auf einem fundamentalen Paradigmenwechsel der Sichtweise über die Steuerpolitik. Während in der traditionellen Ökonomik die Steuerpolitik primär dazu dient, die Allokationsaufgabe des Staates zu finanzieren sowie politische Umverteilungsziele zu erreichen, dient im Rahmen der MMT die Steuerpolitik der Steuerung des Geldwertes. Die Steuerpolitik wird zu einem Substitut für die Geldpolitik, bei der der Wert des Geldes nur dadurch geschaffen wird, dass die Bürger:innen mit dem vom Staat geschaffenen Geld ihre Steuerschulden zurückzahlen müssen.

Grundlage für diese Vorstellung bildet die Annahme, dass die Besteuerung aus makroökonomischer Sicht das verfügbare Einkommen verändert. Mit einer Reduktion des verfügbaren Einkommens, soll daher eine indirekte Nachfragesteuerung erfolgen, wodurch inflationären Entwicklungen Einhalt geboten werden soll. Diese Sichtweise verkennt jedoch, dass insbesondere von der Besteuerung erhebliche mikroökonomische Verzerrungen ausgehen, die die Vorstellung, man könnte den Geldwert über die Steuerpolitik beeinflussen, erheblich relativieren. In diesem Zusammenhang zeigt sich sehr deutlich, dass es der MMT an mikroökonomischer Fundierung mangelt. Bei einer Erhöhung der Steuern gibt es immer auch Einkommens- und Substitutionseffekte. Kommt es zu einer Überkompensation des Substitutionseffekts

durch den Einkommenseffekt, so führt beispielsweise eine Erhöhung der Einkommensteuer nicht zu einer Reduktion der Nachfrage, auch wenn das verfügbare Einkommen gesunken ist. Dies gilt auch, wenn eine höhere Besteuerung der Einkommen durch Entsparen kompensiert wird (Shapiro und Slemrod, 2003). Gleichzeitig werden die allokativen Verzerrungen durch die Substitutionseffekte auf Humankapitalinvestitionen und das Wirtschaftswachstum (Krueger und Ludwig, 2013) überhaupt nicht berücksichtigt. Das Gleiche gilt auch für die Umverteilungswirkungen der Besteuerung, die Möglichkeiten der Steuerarbitrage und die entsprechenden Wirkungsverzögerungen. All diese in der ökonomischen Literatur bekannten Effekte werden von der MMT nicht thematisiert. Der MMT fehlt es an ausreichender theoretischer Fundierung, inwieweit die Steuerpolitik überhaupt als ein adäquater Ersatz für die Geldpolitik zur Erreichung der Preisniveaustabilität anzusehen ist (Murphy, 2019).

Neben den thematisierten theoretischen Inkonsistenzen ist zusätzlich zu beachten, dass die Steuerpolitik zur Bekämpfung der Inflation auch unter einem erheblichen Glaubwürdigkeitsproblem leidet. Führen steigende Inflationserwartungen der Bürger:innen zur Erwartung höherer Steuerzahlungen in der Zukunft, so könnte dies zu höheren Ersparnissen und geringeren Investitionen führen. In der Logik der Saldenmechanik der MMT wäre dann der Staat gezwungen sein Budgetdefizit noch weiter zu erhöhen, wodurch weiter steigende Inflationserwartungen resultieren können. Damit besteht die Gefahr, dass eine Inflationsbekämpfung durch staatliche Steuerpolitik per se unglaubwürdig und damit ungeeignet ist. Verschärfen dürfte sich diese Problematik auch auf der Basis politökonomischer Aspekte. Wie auch die aktuelle Entwicklung in Deutschland vor dem Hintergrund eines Tankrabatts oder einer Energiezulage zeigt, werden die politisch handelnden Akteure bei auftretender Inflation eher geneigt sein, das zur Verfügung stehende Einkommen der Haushalte nicht noch zusätzlich zu belasten. Die Durchsetzbarkeit höherer Steuern dürfte daher fraglich sein.

MMT und offene Volkswirtschaften

Die größten Zweifel an der Umsetzbarkeit der MMT ergeben sich insbesondere dann, wenn man offene Volkswirtschaften betrachtet. Wie bereits gezeigt werden konnte, ergeben sich erhebliche Zweifel bezüglich der Glaubwürdigkeit des Staates die Inflation effektiv bekämpfen zu können. Kommt es jetzt in einer offenen Volkswirtschaft zu höheren Inflationserwartungen, so könnte dies sehr schnell zu Kapitalexporten führen. Dies gilt umso mehr, wenn es Sparüberhänge und entsprechende Liquiditätsüberschüsse gibt. Dann drohen Leistungsbilanzdefizite und eine entsprechende Abwertung der Inlandswährung. Die Zentralbank müsste dann durch den Verkauf von Devisenreserven der Abwertung entgegenwirken, um das Problem einer abwertungsindizierten impor-

³ Es sei angemerkt, dass der Finanzsektor und sein Einfluss auf die Realökonomie auch von den Mainstream-Ökonomen bis zum Ausbruch der globalen Finanzkrise in deren Makro-Modellen weitestgehend vernachlässigt wurde, was sich als fundamentales theoretisches Versäumnis herausstellte.

tierten Inflation zu verhindern. Diese Effekte werden vor allem von der Bereitschaft der Inländer abhängen, inländisches Geld und inländische Schuldtitel zu halten. Hierfür spielen wiederum die Erwartungen der Finanzmärkte hinsichtlich Tragfähigkeit der Staatsschuld eine entscheidende Rolle. Wenn die Finanzmarktteilnehmer an die MMT glauben, dann wird die MMT auch funktionieren (aber auch jedes Schneeball-System würde dann funktionieren). Wir sehen aber gerade wieder ein starkes Anwachsen der Risikoprämien der Staatsschuld jener europäischen Staaten mit hoher Schuldenlast. Für Volkswirtschaften, die nicht in der Lage sind, ein Safe-Asset anzubieten und deren Währung hinsichtlich der Verwendung als internationale Reservewährung nur geringfügig nachgefragt wird, würde daher eine Anwendung der MMT unmöglich sein. Dies zeigt vor allem die empirische Evidenz in den Staaten Lateinamerikas (Edwards, 2019).

Die MMT übersieht, dass es beim Absinken der Bereitschaft der inländischen Wirtschaftssubjekte die Ersparnisse im Inland zu halten, zu einer unmittelbaren realwirtschaftlichen Budgetbeschränkung des Staates kommt. Es droht zwar keine Gefahr der Illiquidität des Staates, aber es besteht die Gefahr der Insolvenz (Beck und Prinz, 2019, 419). Diese Entwicklung ließe sich nur durch die Errichtung von Kapitalverkehrskontrollen verhindern. Mit anderen Worten: Die MMT ist mit der Vorstellung eines freien Kapitalverkehrs unvereinbar. Verzichtet der Staat auf die Errichtung solcher Kapitalverkehrskontrollen, dann ließen sich Kapitalexperte nur verhindern, wenn bei fortschreitendem Defizit die Zinsen erhöht würden. Führt das grundsätzlich höhere Zinsniveau zu einer Verminderung der Investitionen und zu einem Abflachen des Wirtschaftswachstums, wäre der Staat gezwungen, sein Defizit immer weiter zu erhöhen, wodurch die Glaubwürdigkeit noch weiter sinken würde. Es bestünde die Gefahr eines Teufelskreises.

Politökonomische Aspekte

Eine weitere eher grundlegende Kritik an der MMT ist vor allem darin zu sehen, dass sämtliche Erkenntnisse der Neuen Politischen Ökonomik vollkommen ausgeblendet werden. In der Welt der MMT sind die politisch handelnden Akteure wohlfahrtsmaximierende Diktatoren, die durch ihre Ausgabenentscheidungen stets in der Lage sind, das Vollbeschäftigungsgleichgewicht und eine effiziente Allokation der Ressourcen zu generieren. Die Formen des Politikversagens sowohl aufgrund des Versagens des politischen Wettbewerbs, wegen des Einflusses von Interessengruppen als auch aufgrund bürokratiethoretischer Überlegungen werden im Rahmen der MMT vollkommen ausgeblendet. Bei Anwendung der MMT würden die marktlichen Koordinationsmechanismen vermehrt durch politische Koordinationsmechanismen ersetzt werden. Dahinter verbirgt sich die Annahme, dass wenn der Staat keine wirkliche Budgetre-

striktion hätte, auch nur noch der Staat investieren (sich verschulden) sollte. In einem solchen Szenario gäbe es in letzter Konsequenz keinen Raum mehr für private Investitionen und damit für private Produktion. Private Investitionen werden jedoch aufgrund effizienztheoretischer Überlegungen getroffen, während staatliche Investitionsentscheidungen aus politischen Motivationen unter Berücksichtigung des Einflusses von Interessengruppen, des Erhalts politischer Macht und der Sicherung der Wiederwahl getroffen werden. Kommt es dabei zu den erforderlichen Kapitalverkehrsbeschränkungen würde die Austiegsmöglichkeit des mobilen Faktors beschränkt werden, wodurch der Standortwettbewerb und der marktliche Sanktionsmechanismus für unangemessene wirtschaftspolitische Entscheidungen außer Kraft gesetzt werden würde. Dies dient primär dem politischen Machterhalt und weniger dem langfristigen Wirtschaftswachstum. Im Rahmen der MMT stellt sich daher der Verdacht ein, dass es sich hierbei weniger um eine ökonomische Theorie handelt, als vielmehr um den Versuch, die Expansion des Staats und staatlicher gelenkte Allokationspolitik zu legitimieren. Ökonomische Erkenntnisse werden durch politisches Wunschdenken ersetzt.

Fazit

Ein ökonomisches Umfeld einer nicht vorhandenen Inflation trotz erheblicher Ausweitung der Liquidität durch Zentralbanken sowie ein scheinbar dauerhaftes Nullzinsumfeld waren lange der Nährboden für die Popularität der MMT, da es so schien, als seien anerkannte Lehrsätze wie etwa die Quantitätstheorie und die Annahme eines positiven natürlichen Zinses damit als falsch überführt. Das aktuelle Inflationsgeschehen inklusive der Anpassung der Inflationserwartungen und die wieder ansteigenden Risikoprämien bei Staatsanleihen widersprechen nun jedoch der Logik der MMT und zeigen deren theoretische Unzulänglichkeiten in der Formulierung (blinde Flecken) auf. Die Zusammenhänge zwischen Geldmenge, Fiskalpolitik, Inflationserwartungen, Inflation und Vermögenspreisen werden nicht hinreichend thematisiert. Das theoretische Gerüst der MMT erweist sich daher bei näherer Betrachtung als lückenhaft. Der Umstand offener Volkswirtschaften und damit außenwirtschaftliche Zusammenhänge, wie etwa internationaler Kapitalverkehr, bleiben weitestgehend unberücksichtigt. Auch die Rolle des Finanzsektors und Asset Price Inflation werden nicht explizit analysiert. Damit bleiben wichtige Faktoren der Wirtschaftsdynamik außerhalb des Betrachtungsfeldes.

Aus theoretischer Sicht basiert die MMT auf der Darstellung vereinfachter kreislauftheoretischer, buchhalterischer Zusammenhänge. Ihr fehlt es jedoch sowohl an mikroökonomischer als auch geldtheoretischer Fundierung. Dies gilt etwa hinsichtlich der institutionellen Ausgestaltung der Zuständigkeiten von Geld- und Fiskalpolitik (Übergang zu Institutio-

nenfrage), der Koordination zwischen Geld- und Fiskalpolitik und der Zukunft der Zentralbankunabhängigkeit. Selbst nach Einschätzung der Zentralbanken verschwimmt die Grenze zur Fiskalpolitik zusehends. Es bedarf daher einer intensivierten Koordination zwischen Geld- und Fiskalpolitik bzw. der Beantwortung der Frage, wie deren Verhältnis zueinander (auch institutionell) ausgestaltet werden soll (Sheard, 2020).

Nichtsdestotrotz hat die MMT auch vor dem Hintergrund der hier geäußerten theoretischen Kritik indirekt noch immer einen großen wirtschaftspolitischen Einfluss. Die Bereitschaft beispielsweise der EZB im Rahmen des neu geschaffenen Instruments des „Transmission Protection Instruments“ in Zukunft zur Verhinderung von hohen Renditeunterschieden zwischen den Staatsanleihen die Schuldenpolitik einzelner Regierungen vollkommen zu akkommodieren, entspricht durchaus den Vorstellungen der MMT. Dennoch, vor dem Hintergrund der gegebenen ökonomischen Realitäten, wird der Stern der MMT höchstwahrscheinlich verglühen. In Anbetracht der aktuellen Herausforderungen eines massiven Angebotschocks sowie der Realitäten steigender Inflation und ansteigender Risikoprämien muss deren Anwendbarkeit stark in Zweifel gezogen werden. Damit wird sich ihre zuletzt stark gestiegene Attraktivität für die praktische Wirtschaftspolitik wieder relativieren.

Die hier geführte Diskussion über die Frage der Gültigkeit der MMT dürfen jedoch den Blick nicht dafür verstellen, dass die notwendigen Zukunftsinvestitionen etwa für Klimaschutz und Infrastruktur ökonomisch und politisch erforderlich sind. Es geht nicht um das Ob, sondern um das Wie. Die Vorstellung, dass diesen Herausforderungen auf der Basis eines omnipotenten Staates im Sinne der MMT begegnet werden könnte, ist ein Irrtum.

Literatur

- Balassa, R. (1964), The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal, *Journal of Political Economy*, 72, 584-596.
- Beck, H. und A. Prinz (2019), Wie revolutionär ist die Modern Monetary Theory?, *Wirtschaftsdienst*, 99(6), 417-420, <https://www.wirtschaftsdienst.eu/inhalt/jahr/2019/heft/6/beitrag/wie-revolutionaer-ist-die-modern-monetary-theory.html> (6. Oktober 2022).
- Bernanke, B. (2007), Inflation Expectations and Inflation Forecasting, Speech of 10th June 2007 at the Monetary Economic Workshop of the NBER Summer Institute.

- Brunnermeier, M. K., und J. A. Parker (2005), Optimal Expectations, *American Economic Review*, 95, 1092-1118.
- Brunnermeier, M. K. (2021), The Resilient Society.
- Buiter, W. und C. Mann (2019), Modern Monetary Theory – What’s right is not new, what’s new is not right, and what’s left is too simplistic, Citi Group, *Global Perspectives & Solutions*, April.
- Chohan, U. W. (2020), Modern Monetary Theory (MMT): A General Introduction, *CASS Working Paper on Economics and National Affairs*, WP ID: EC017UC.
- Cordon, W.M., und P. Neary (1982), Rooming Sectors and Deindustrialization in a Small Open Economy, *Economic Journal*, 92, 825-848.
- Edwards, S. (2019), Modern Monetary Theory: Cautionary Tales from Latin America, *Hoover Institutions Economic Working Paper*, 19106.
- Ehnts, D. (2022), *Modern Monetary Theory: eine Einführung*; Springer Gabler.
- Ehnts, D. und M. Höfgen (2022), Was ist Modern Monetary Theory?, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 23, 108-119.
- Greitens, J. (2022), Georg Friedrich Knapp und die Modern Monetary Theory, *Wirtschaftsdienst*, 102(3), 193-198, <https://www.wirtschaftsdienst.eu/inhalt/jahr/2022/heft/3/beitrag/georg-friedrich-knapp-und-die-modern-monetary-theory.html> (6. Oktober 2022).
- Innes, M. (1913), What is Money?, *Banking Law Journal*, 25, 3-35.
- Kalecki, M. (1969), *Introduction to the Theory of Growth in a Socialist Economy*, Oxford Basil Blackwell.
- Kalecki, M. (2013), *Essays in the Theory of Economic Fluctuations*, Routledge.
- Knapp, G. F. (1905), *Die Staatliche Theorie des Geldes*, Duncker und Humblot.
- Krueger, D., und A. Ludwig (2013), Optimal Progressive Labor Income Taxation and Education Subsidies When Education Decisions and Intergenerational Transfers are Endogenous, *American Economic Review*, 103, 496-501.
- Lavoie, M. (2013), The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-Chartalism: A Friendly Critique, *Journal of Economic Issues*, XLVII (1), 1-31.
- Lerner, A. P. (1943), Functional Finance and the Federal Debt, *Social Research*, 10(1), 38-51.
- Mankiw, N. G. (2020), A Skeptic’s Guide to Modern Monetary Theory, *AEA Papers and Proceedings*, 110, 141-144.
- Mason, J. W. und A. Jayadev (2018a), A comparison of monetary and fiscal policy interaction under ‘sound’ and ‘functional’ finance regimes, *Metroeconomica*, 69(2), 488-508.
- Mason, J. W. und A. Jayadev (2018b), Mainstream Macroeconomics and Modern Monetary Theory: What Really Divides Them, *Department of Economics Working Paper*, 2018-8, John Jay College.
- Mitchell, W., L. R. Wray und M. Watts (2019), *Macroeconomics*, Red Globe Press.
- Mishkin, F. S. (2007), Inflation Dynamics, *NBER-Workin Papers*, 13147
- Müller A. P. (2019), The Magic Money Tree: The Case Against Modern Monetary Theory, Adam Smith Institute.
- Murphy, R. (2019), Tax and Modern Monetary Theory, *Real-World Economics Review Journal*, 20, 138-147.
- Odenthal, C. und A. Tooze (2021), Learning to live with debt, *Working Paper*, Center for European Reform.
- Samuelson, P. A. (1964), Theoretical Notes on Trade Problems, *Review of Economics and Statistics*, 46, 145-154.
- Shapiro, M. P., und J. Slemrod (2003), Consumer Response to Tax Rebates, *American Economic Review*, 93, 381-396.
- Sheard, P. J. (2020), A More Robust Macroeconomic Policy Framework Is Needed, in: N. V. Lateef und M. R. Auslin, (Hrsg.), *America in the World 2020*, Great Decisions Special Issue, Foreign Policy Association.
- von Mises, L. (1912), *Theorie des Geldes und der Umlaufmittel*, Duncker & Humblot.

Title: *Is the Star of Modern Monetary Theory Burning Out?*

Abstract: The paper provides a critical analysis of Modern Monetary Theory (MMT). Facing the current macroeconomic problems of supply shocks caused by the Corona pandemic and the war in the Ukraine and its consequences on inflation, the authors ask whether the MMT could seriously influence macroeconomic policymaking. Based on a brief analysis of the historical roots of MMT, the authors show substantial economic problems with this theory. Especially the non-consideration of inflation issues, the inadequacy of tax policy, the problems of open economies, and the neglected problems of the New Political Economy increase the doubts about the suitability of the MMT for overcoming the current economic challenges.