

iaw-Colloquium

STAATSSCHULDEN IN DER
„MODERN MONETARY THEORY (MMT)“:
EINE WÄHRUNGSPOLITISCHE ILLUSION?

Prof. Dr. Rudolf Hickel
Institut Arbeit und Wirtschaft (IAW)

am 09. 11. 2021



Modern Monetary Theorie – Moderne Geldtheorie

Was ist der Anlass?

- * Hohe Schuldenstände vor allem in den hochentwickelten Industriestaaten
- * Wachsende, infrastrukturell rational begründbare Staatsausgaben vor allem in die ökologisch- soziale Transformation
Finanziert nach der „goldenen Regel“: **Öffentliche Kredite = öffentliche Investitionen**
 - Biden Administration: Ursprünglich geplant über 5 Billionen US \$ - **Green New Deal USA** (auch in der EU, demnächst in Deutschland)
 - Deutschland: Investitionen in die Zukunft mit Volumen 500 Mrd.€ über 10 Jahre (Forderung BÜNDNIs 90 / Die GRÜNEN in den derzeitigen Koalitionsverhandlungen: 50 Mrd. € pro Jahr)

Debatte über Finanzierungsinstrumente für Megaprojekte

- * **Einsparungen** Staatausgaben /Umschichtung: Gefahr einer Austeritätspolitik
- * **Steuererhöhungen** mit kontraproduktiver Belastung der Wirtschaft (Unternehmen / private Haushalte) stoßen auf Widerstände (Beispiel Vermögensteuer)

In den Mittelpunkt rückt: **Rolle der Staatsverschuldung:** Staatskredite primär platziert über Bankensystem → sekundär gehandelt auf Finanzmärkten (Abschöpfung)!

Die Idee der Modern Monetary Theory:

- * Staatsverschuldung nicht als Lückenbüßer
- * Staatsverschuldung weiterentwickelt: Finanzierungsinstrument durch Nutzung des Währungsmonopols – *ohne den Weg über Banken und sekundäre Finanzmärkte*

Erste Definitionen zur Basisaussage dieser „kоперниkanischen Wende“:

„Theoretische Fundierung eines alternativen Gesellschaftsmodells“ (Dieter Ehnts)

- * **Geld** ist zur Finanzierung der Staatsausgaben im Prinzip genug da /immer verfügbar.
- * (Nationaler) **Staat** hat mit seinem (nationalen) **Währungsmonopol** die Möglichkeit, Geld zur Finanzierung seiner Staatsausgaben zu schaffen (Geldschöpfung).

These: Staat verfügt über Geldmonopol – kann also nicht Pleite gehen!

- * **Umgekehrte Kausalität:** Staat benötigt keine Steuern zur Finanzierung der Staatsausgaben
Dieser schafft mit seinen Staatsausgaben gesamtwirtschaftliche Produktion
 und damit die Basis für seine Steuereinnahmen

Operativ: Staat übernimmt von der Notenbank im Finanzministerium die Geldschöpfung
Begleichung der Rechnungen für Staatsausgaben und schafft damit das Geld, das er benötigt.
Entfällt: *Bisher fragiler Umweg der Geldschöpfung der Notenbank über die Banken sowie die Finanzmärkte, bei denen bisher die Staatsschuldtitel platziert wurden!*

Erstes Fazit: Staat kann für seine (sinnvollen) Aufgaben immer genug Geld schaffen

- * Heutige Kritik an der Schuldenfinanzierung obsolet
- * Das Narrativ von der „schwäbischen Hausfrau“ gestrichen
- * Wegfall der deutschen Schuldenbremse und der EU-Fiskalregeln

Ziel der Systemreform: Staatsausgaben zur **Finanzierung** von Zukunftsaufgaben!

Die Hoffnung auf das „magische Viereck“:

(ökologisch fundiertes) Wirtschaftswachstum + Vollbeschäftigung + Preisstabilität+ steuerstarker Staat!

Gibt es Grenzen der Geldschöpfung zur Finanzierung von Staatsausgaben?

- * Unpräzise gehaltene **Begrenzung der staatlichen Geldschöpfung** über das staatlich genutzte Währungsmonopol:
 - Grenze der Geldschöpfung durch knappe Produktionsressourcen (Arbeitskräfte / Rohstoffe)
 - Inflationsvermeidung: Bei relevanter Inflation Steuererhöhung zur Dämpfung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage

MMT – Theoriegeschichtliche Einordnung und heutige Bewegung

1. Ein „alter Hut“ (Paul Krugmann)

Modern Monetary Theory basiert auf der **alten** Pionierarbeit von Georg Friedrich Knapp:
„Staatliche Theorie des Geldes“ von 1905

Im Chartalismus gilt: „Geld ist ein Geschöpf der Rechtsordnung“ sowie Wert des Geldes
(entgegen den gängigen Geldtheorien) „ausschließlich durch hoheitliches Recht gesetzt“.

2. Die Renaissance in den USA :

- * **Erfinder:** Warren Mosler vor ca. 25 Jahren (Rennwagenkonstrukteur und US-Investor);
Ökonomieprofessoren: Bill Mitchell/Randly Way/James Galbraith; auch Fondsmanager
wie Ray Dalio (Hedge-Fonds Bridgewater)
- * **Pionierarbeit** Stephanie Kelton (2020): The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and How to Build
a New Economy
- * **US-Politik:** Beratung um **Bernie Sanders**; Kongressabgeordnete Alexandria Occasion-Cortez;
heute zur Rechtfertigung **Green New Deal USA** von Joe Biden

3. Die MMT-Bewegung in Deutschland

- * Zentrum die „Samuel Pufendorf Gesellschaft für politische Ökonomie“ durch **Dieter Ehnts**, dem
deutschen Pionier, 2014 gegründet („Samuel Pufendorf war der wichtigste deutsche Denker der Voraufklärung. Ihm zufolge
ist der Staat die zentrale Instanz zur Herstellung und Garantie öffentlicher Güter“);
hinzugekommen 2017 „Georg-Friedrich-Knapp-Gesellschaft für Politische Ökonomie e.V.“.
- * Im messianischen Einsatz auch gegen Kritiker: Blog „Makroskop“ (Paul Steinhardt)
- * In den progressiven Diskussionen der pluralen und alternativen Ökonomik stark verankert!

MMT in der Wirtschaftswissenschaft: Eine optimistische Variante des Postkeynesianismus

1. Staatsausgaben – hier per Währungsmonopol finanziert –
stimulieren die gesamtwirtschaftliche Entwicklung (Multiplikator- und Akzeleratoreffekte)
2. Mit staatlich beeinflusster Produktion in Richtung Green New Deal
mit dem Ziel von optimal wachsenden, ausgelasteten Produktionskapazitäten
3. Im engeren Sinne im Bereich : „Functional finance“: Richard A. Musgrave /
Abba P. Lerner: „Staat geht nie Geld aus“)

Klare Kritik an der

- * **Neoklassik/Neoliberalismus:** Endogene Stabilität effizienter Märkte, Verzicht auf den intervenierend stabilisierenden Staat
- MMT:** Plädoyer für den Interventionsstaat aus dem systemischen Marktversagen:
Staat im gesamtwirtschaftlichen Kreislauf mit Aufgabe zur Vermeidung von Rationalitätsfallen
(zwischen einzelwirtschaftlicher und gesamtwirtschaftlicher Rationalität)
- * Fundamentale Kritik an der Geldsteuerung durch **Notenbanken** sowie am **System der Banken**
als Intermediäre mit der Funktion der (Buch-) Geldschöpfung

Schwere analytische und empirische Defizite der MMT

Makroökonomisch höchst komplexe Zusammenhänge werden verbal **ohne präzise Beweisführung** behauptet:

Massive Staatsausgaben, finanziert per Geldschöpfung, lösen makroökonomisch positive Wirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung und Beschäftigung bei Vermeidung von Inflation aus!

Makroökonomische Modelle und empirische Studien selbst in den Grundsatzpapieren nicht eingesetzt:
Das erleichtert den populären Umgang mit den MMT-Thesen!

Is modern monetary theory nutty or essential? Karikatur (The Economist 16. März 2019)



Otto Dettmer

Beispiel für die analytischen/empirischen Leerstellen:

Zielsystem „**magisches Viereck**“:

(ökologisch ausgerichtetes) Wirtschaftswachstum + Vollbeschäftigung + Preisstabilität+ steuerstarker Staat!

Ziel(in)kompatibilitäten werden innerhalb des „magischen Vierecks“ nicht nachvollziehbar in der MMT-Literatur analysiert (etwa die umstrittene **Phillips-Kurve**: Preisstabilität und Vollbeschäftigung)

Kritischer Umgang mit MMT in der Wirtschaftswissenschaft

- * **Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung:** MMT präsentiert eine „polemische Politik für Depressionszeiten“
- * Dagegen **Jens Südekum**: „Das ist eine wichtige Erkenntnis, das man sozusagen nicht erst Geld einsammeln muss, sondern dass es gerade anders herumläuft.“
- * **Paul Krugman**: Tendenz zu hoher Inflation, ja „Hyperinflation“, wenn Liquiditätsfalle verschwindet
- * **Larry Summers**: „Voodoo Economics“, MMT „jenseits der Gesetze der Arithmetik“

Die **meisten der kritischen Einwände gegen MMT** werden auch gegen die derzeitige Staatsverschuldung über das Bankensystem: erhoben

MMT – Kurzer Blick auf strittige Eckwerte

1. Funktion der Steuern

Traditionelle Definition: Steuer ist per Gesetz, “hoheitlich” verordnete Abschöpfung von ökonomischer Wertschöpfung zur Finanzierung von Staatsausgaben.

Steuern im Konzept der MMT (nicht eindeutig) :

- Modernes Geld stellt Steuergutscheine dar, mit denen der Staat das Vertrauen in das Geldsystem stärkt (Akzeptanz): Staat verspricht die Währung anzunehmen!
- Anerkennung der Steuern als Instrument gegen ungerechte Einkommens- und Vermögensverteilung (Vorschläge etwa zur Einkommen- und Vermögensteuer nicht unterbreitet)
- Wichtige Funktion MMT: Steuern gegen Inflation!

2. Inflation : Mit Steuern steuern

- Zielinkompatibilität Inflation und Beschäftigung (Phillips-Kurve, Menü-Problem) kein Thema
- Hinweis auf die alt bekannten Möglichkeiten: kosten-/nachfrageinduzierte Inflation ... Kontraproduktive Beschäftigungseffekte?
Preissetzungsmacht, monopolistische Konkurrenz, Überwälzungspotenziale nicht im Visier.
- Gegen Preis-Lohn-Preis-Lohn...Spirale: **Steuerpolitik zur Variation der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage** (aber wie: etwa Mehrwertsteuer bei Inflation erhöhen?)

3. Verteilungsfragen: Einkommen und Vermögen, Gewinnverwendung, Tarifvertragssystem zur gerechten Lohnfindung - Leerstellen bei MMT!

Streitobjekt: Das hierarchische, zweistufige Bankensystem in der MMT-Kritik

Bisherige Geldschöpfung über die Notenbank + Bankensystem

- * (Nationale) Notenbank versucht Geldmenge über Geschäftsbanken zu steuern.
Geldpolitisches Ziel: Monetäre Alimentierung bei Begrenzung der Inflationsrate (2 %)
Geldpolitische Instrumente eingesetzt über das Bankensystem
- * **Spielraum für Geldschöpfung der Banken** (Kredit-Einlagengeschäfte): Eigenständige Giralgeldschöpfung unter den durch die Notenbank gesetzten Rahmenbedingungen
- * Geschäftsbanken als **Erfüllungsgehilfen** der geldpolitischen Ziele funktioniert nicht mehr (Kritik an deren intermediärer Funktion)
- * Institutionell scharfe **Trennung** zwischen Geldpolitik in der gesetzlich geregelten Autonomie der Notenbank gegenüber der Finanzpolitik: immer wieder Konflikte bei der Abstimmung der Geld- mit der Finanzpolitik!

Einordnung der Geldpolitik der EZB

Die vorherrschende Ableitung der Leitzinspolitik unter dem Regime wirtschaftlicher Wachstumsschwäche und Deflationsgefahr

Erwartungen:

1. Kostensenkung der über Banken vorgenommenen Fremdfinanzierung der Investoren: Anregung der Kreditaufnahme zur Stärkung des Wirtschaftswachstums:



2. Bekämpfung der Deflation / Null-/Miniinflation: größere Nachfrage gegenüber dem Angebot

Die währungspolitische MMT-Revolution

- * **Geldschöpfung** zur Finanzierung von Staatsausgaben beim Finanzministerium auf der Basis des Parlaments
- * **Geld- und Finanzpolitik** in einer Hand

Offene Fragen

- * Ungeklärte Rolle der **Rest-Notenbank** in der MMT?
Ist die Geldpolitik noch erforderlich (Steuerung der Bankenliquidität)?
- * Übertragung des nationalen MMT-Modells auf die **Europäische Zentralbank** ungeklärt:
„Ja, es ist kompliziert, die reine MMT auf die Euro-Zone zu übertragen.“ (*Dieter Ehnts*).
 - + Finanzpolitik im Prinzip national bei den 19 Mitgliedsländern
 - + Geldpolitik einheitlich für den Euro-Währungsraum

Streitobjekt: Künftige Rolle der Finanzmärkte nach Wegfall der staatlichen Schuldenfinanzierung:

Derzeitiges System

- **Primäre Platzierung** der Staatsschuldtitel (Emission) über das Bankensystem (Verkauf an die zugelassene Bietergruppe); **Sekundärhandel** auf den Finanzmärkten mit Staatsschuldtiteln; endgültige Gläubiger)
- **Notenbank** als Gläubiger (auch die EZB) Kauf von Staatsschulden am Sekundärmarkt
- Strategische Bedeutung der **Finanzmärkte** für Anleger (Angebot / Nachfrage bestimmt Entwicklung der Renditen)

Blick auf die Gläubigerstruktur 2019 (2013): Wer besitzt deutsche Staatsschuldtitel?

- * 63% (12%) **ausländische Investoren**; davon Pensionsfonds und Investitionsfonds im Euroraum ohne Deutschland 15,2%
- * 37 % (12%) **inländische Investoren**; davon 27,6% (0,00%) Deutsche Bundesbank (über Anleihekäufe); Banken und Staatssektor 2,9% (0,9%).

Bei MMT: Gläubiger (auch finanzstarke Anleger) entfallen!

- Finanzmärkte verlieren das (profitable) Geschäftsfeld: Handel mit staatlichen Titeln
Keine Zinsen an Gläubiger vom Schuldner Staat
- Makroökonomisches Problem: Verhältnis der Summe der über Kredite finanzierten Staatsausgaben zu sektoralen Finanzierungsüberschüssen ($S > I$)
Welche makroökonomischen Folgen bei Abweichungen?

Ein erstes Fazit zur MMT:

Setzt wichtige Impulse zur ***Neuverortung der Staatsverschuldung***

- * Gesamtwirtschaftlich die Staatsverschuldung umfassend einsetzen
- * Geldpolitische Relevanz belegt durch **Teil-Monetarisierung** der Staatsverschuldung durch die **EZB**

Allerdings Machbarkeitsprobleme beim grundlegen **MMT-Systemwechsel** wegen nicht beherrschbare Risiken

Vorschlag: Unterhalb des Systemwechsels die **Staatsverschuldung** sicherstellen und **zweistufiges Bankensystem** reformieren

Monetarisierung der Staatschulden durch die EZB

Gesamtprogramm: **Asset Purchase
Programme (AAP)**; derzeitiger
Bestand: 3,2 Billionen € (monatlich
20 Mrd. €); davon:

1. Public Sector Purchase Programme

(PSPP): Ankauf von Staatsanleihen
über Sekundärmarkte seit März
2015; insgesamt ca. 2,6 Mrd. €

2. Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) seit März 2020

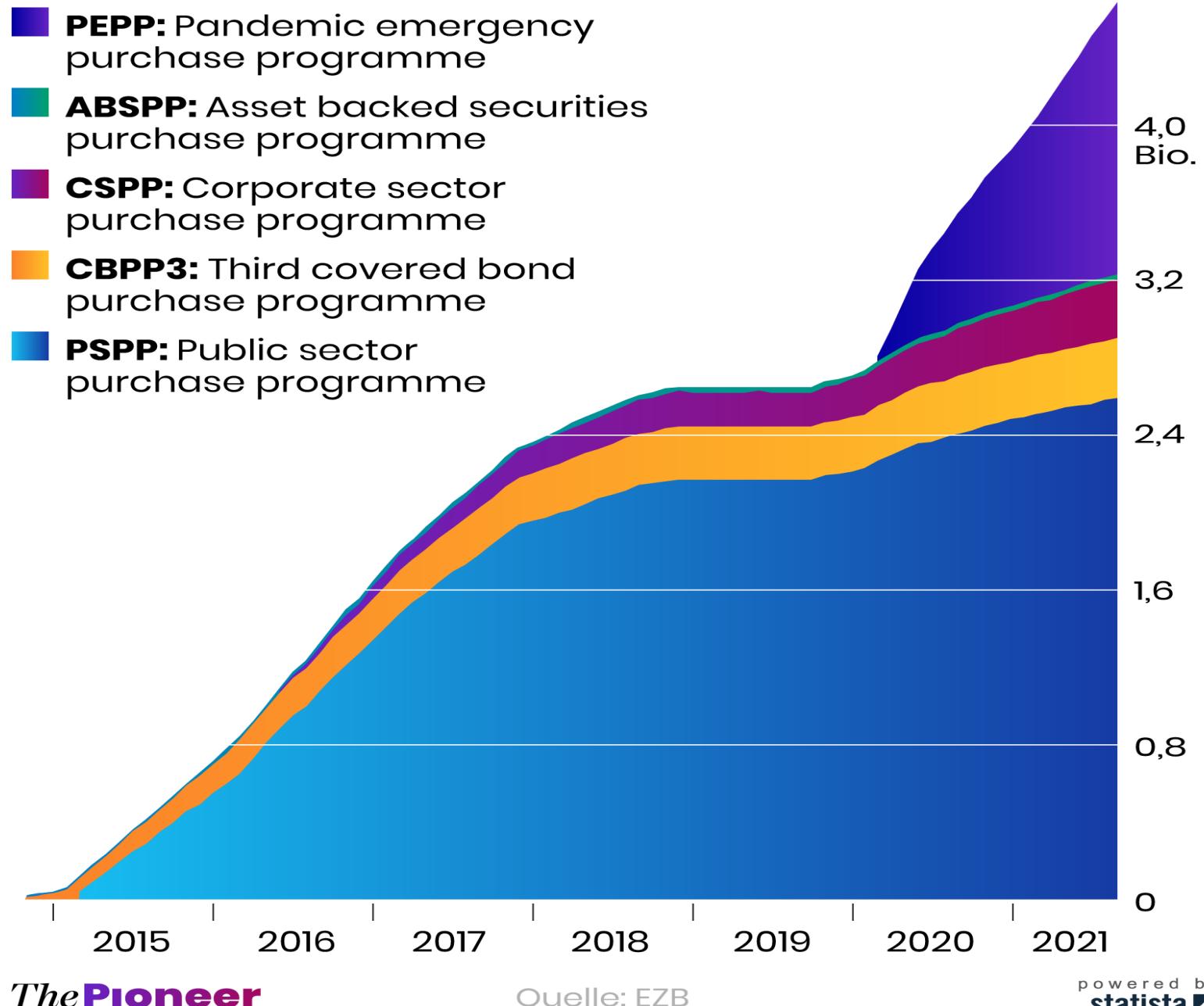
bis (geplant) März 2022
Ankauf Wertpapiere (Staatsanleihen
und Unternehmensanleihen)

*Gesamtvolumen 1,85 Billionen €

*Bisher Höchstrate im Monat 80 Mrd. €

Geldpolitische Diskussion:

TAPERING: Schrittweise Rückführung
der Ankaufprogramme und damit
(angekündigt durch FED-USA)



Argumente für die Neuverortung einer mittelfristig angelegten Staatsverschuldung:

1. Tendenz zunehmender **Blockaden der privatwirtschaftlich dominierten Entwicklung der Gesamtwirtschaft**
(Stichwort säkulare Stagnation; Wirtschaftswachstum in homöopathischen Dosen; Alvin Hansen 1939 / Larry Summers 2019 / Olivier Blanchard 2019)
2. Umschichtung der Investitionsschwerpunkte infolge des (nachholenden) **Reparaturbedarfs** und des sozial-ökologischen Umbaus zu **öffentlich verantworteten Zukunftsinvestitionen**
(John Maynard Keynes: Plädoyer für öffentliche Investitionen gegen Stagnationstendenz)
Vor-Finanzierung über öffentliche Kredite: Nutzen für nachfolgende Generationen und intergenerative Lastenverteilung
3. **Gesamtwirtschaftliches Übersparen**; $S_{\text{gepl}} > I_{\text{gepl}}$ bewirkt stagnative Tendenz!
Abschöpfen sektoraler Überschüsse über die Finanzmärkte (Beispiel: Privatwirtschaftliche Mega-Fonds nehmen für das Ankern im „save haven“ negative Renditen in Kauf
(Hagen Krämer/Carl Christian von Weizsäcker, „Sparen und Investieren im 21. Jahrhundert-Die Große Divergenz, 2019)

Finanzierungssalden¹⁾ der Wirtschaftssektoren in Deutschland

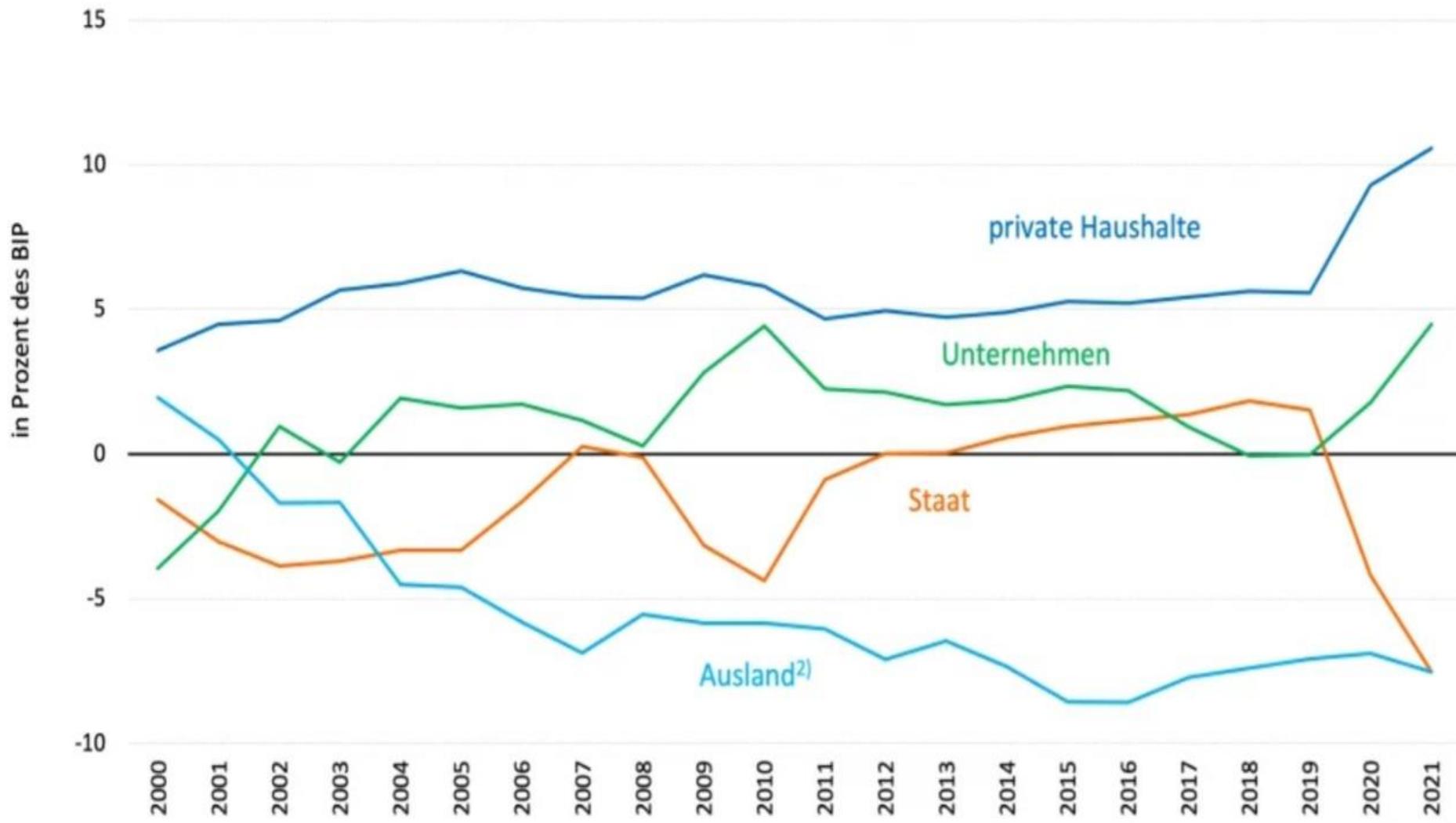
Überschuss- sektoren:

* Private
Haushalte

*Unterneh-
men

* Staat

Defizitsektor Ausland



¹⁾ In % des nominalen BIP; ²⁾ Negative Werte bedeuten eine Verschuldung des Auslands, 2021 Schätzung der Kommission
Quelle: AMECO

Aktuelle Maßnahmen der Schuldenpolitik unterhalb des MMT-Konstrukts

1. Schuldenstand aus der **Corona-Krise** (beim Bund knapp 450 Mrd. €) ist mittelfristig finanzierbar (wenn Tilgung politisch durchgesetzt wird,, dann Einführung einer einmaligen Vermögensabgabe)
2. Ampelkoalition sollte die schuldenfinanzierte Umbauprogramm (50 Mrd. € pro Jahr) mit zulässigen Konstruktionen innerhalb der Schuldenbremse sie auf den Weg bringen
3. Grundsätzlich: Von der Schuldenbremse zurück zur „**goldenen Regel**“: produktive öffentliche Investitionen per öffentlicher Kredite finanziert.
(Schuldenbremse nicht makroökonomisch begründet, sondern Disziplinierung der Politik; vor allem Parlamente)
4. Weiterhin **Teil-Monetarisierung** der Staatsschulden zur Stabilisierung des Eurosysteems über die Europäische Zentralbank
5. Gilt **Tragfähigkeit und funktionale Rolle der Staatsschulden**
wegen systemisch niedrigen Zinsen (Übersparen), niedriger Inflationsrate , stabiler wirtschaftlicher Entwicklung mit sozial-ökologischem Umbau zugunsten künftiger Generationen und damit Akzeptanz auf den Finanzmärkten
6. Einsatz der Staatsverschuldung bei Abstimmung der **Geld- mit der Finanzpolitik**