

Dialog Moderne monetäre Theorie / **Mainstream**

Was ist die Moderne monetäre Theorie (MMT)? Was sind ihre Herausforderungen? Dazu ein fiktiver Dialog zwischen einem Vertreter der Modernen monetären Theorie (MMT, schwarz) und einem Mainstream-Ökonomen (**Mainstream, blau**).

- Angesichts der Klimaerwärmung müssen wir ein neues Energiesystem aufbauen und die Innovation fördern. Und jeder hat das Recht auf Arbeit (zum Mindestlohn), für die der Staat sorgt. Und ...
- **Was würde das kosten?**
- Das Geld findet sich.
- **Wo?**
- Man druckt es.
- **Was?!**
- Ein Land mit eigener Währung hat immer genug Geld. Es muss nur genug drucken. Oder nicht einmal mehr drucken. Heute ist Geld digital, da genügt ein Klick. Solange jemand im eidgenössischen Finanzdepartement auf den Knopf drücken kann, wird es genug Geld geben.
- **Unkontrollierte Geldschöpfung führt zu Inflation oder gar Hyperinflation.**
- Und was ist mit der Geldschöpfung durch die Geschäftsbanken zur Finanzierung des Privatsektors? Dazu sagst du nichts. Nach deiner Logik müsste auch sie Inflation erzeugen.
- **Sicher. Aber Geschäftsbanken schaffen nicht unkontrolliert Geld. Sie sind vorsichtig. Denn sie gehen bei der Kreditvergabe (und damit beim Schöpfen von Geld) das Risiko ein, dass sie das Geld nicht zurückzubekommen. Ausserdem wirkt die Zentralbank typischerweise Schwankungen bei der Geldschöpfung von Geschäftsbanken entgegen, um die Preise und die Konjunktur zu stabilisieren.**
- Die vielen Finanzkrisen lassen ernsthafte Zweifel an der Vorsicht der Geschäftsbanken aufkommen. Zudem ist die Stabilisierung der Preise und der Wirtschaft nicht Aufgabe der Zentralbank, wie wir noch sehen werden. Das ist Sache der Finanzpolitik. Aber um auf die angeblich inflationäre Wirkung der Geldschöpfung zurückzukommen: Die Zentralbanken haben viel Geld geschöpft, ohne dass dies zu einer Inflation geführt hätte.
- **Das ist ein Spezialfall. Erstens hätte es ohne das Eingreifen der Zentralbanken eine Deflation gegeben. Die Zentralbanken haben gegenwärtig Mühe, dem Waren- und Dienstleistungsmarkt nachhaltig Geld zuzuführen, da dieses Geld tendenziell gleich wieder in Form von Geschäftsbankreserven an sie zurückkommt oder auf den Finanzmärkten landet. Aber in normalen Zeiten steigen die Preise, wenn es mehr Geld gibt, um eine gegebene Menge an Waren und Dienstleistungen zu kaufen.**
- Inflation ist meist kein monetäres Phänomen. Die Preise steigen, wenn die Nachfrage höher ist als das Angebot. Und es ist nicht so, dass das Geld auf den Finanzmärkten «landet»: Es wird von Anfang an dort eingespeist, wenn die Zentralbank Wertpapiere kauft. So wird es sich auch nicht auf die Preise von Waren und Dienstleistungen auswirken, sondern die Preise der Wertpapiere ansteigen lassen. Aber wie dem auch sei - die Fakten zeigen, dass eine tiefe Inflation sehr wohl vereinbar ist mit der erheblichen Geldschöpfung, die stattgefunden hat. Wir könnten also die öffentlichen Ausgaben heute durch Geldschöpfung finanzieren, ohne Inflation zu erzeugen.
- **Vielleicht ist die Inflation bloss verzögert, bis das Geld wieder in den Waren- und Dienstleistungsmarkt fließt. Wer sich reicher fühlt, weil seine Wertpapiere an Wert gewonnen haben, gibt auch mehr für Waren und Dienstleistungen aus. Und du willst Geld über öffentliche Ausgaben einspeisen. Das führt direkt zu Inflation und wäre auf jeden Fall nicht nachhaltig. Denk an Simbabwe. Seine enorme Geldschöpfung hat zu Hyperinflation geführt.**

- In Simbabwe hat sich wegen der Reorganisation des landwirtschaftlichen Grundbesitzes das Angebot verringert. Das hat zu Knappheit geführt. Noch verschärft wurde dieses Ungleichgewicht dadurch, dass die Regierung versucht hat mehr auszugeben als die Wirtschaft produzieren konnte. Das muss ja zu Inflation führen.
- Dein Vorschlag besteht also darin, die öffentlichen Ausgaben durch Geldschöpfung zu finanzieren, solange wir keine Vollbeschäftigung haben.
- Die öffentlichen Ausgaben werden immer durch Geldschöpfung finanziert. Aber bei Vollbeschäftigung führt das zu Inflation. Um das zu vermeiden, muss wieder Geld von den Wirtschaftsakteuren weggenommen werden.
- Die Zentralbank soll also mit einer restriktiven Politik mit der rechten Hand die expansive Politik ausgleichen, die ihre linke Hand mit der Finanzierung öffentlicher Ausgaben durch Geldschöpfung führt?
- Die Zentralbank legt den Zinssatz fest, der meiner Meinung nach wenig Einfluss auf die Wirtschaft hat. Sie kann natürlich mit quasi-fiskalischen Instrumenten die Geldmenge verändern. Das sollte sie aber lieber dem Staat überlassen. Der Staat kann die Geldmenge durch Steuern oder die Emission von Anleihen verringern.
- Wir sind uns also einig: Bei Vollbeschäftigung muss der Staat seine Ausgaben über Steuern und Anleihen finanzieren.
- Überhaupt nicht. Die Finanzierung erfolgt immer durch Geldschöpfung. So funktioniert das schon heute in allen Ländern. Steuern und die Emission von Anleihen dienen dazu, Geld aus dem Verkehr zu nehmen. Sie können auch andere Ziele haben. Steuern dienen zum Beispiel dazu, Ungleichheiten abzubauen oder – wie die CO₂-Steuer – Verhalten zu steuern. Mit der Emission von Anleihen werden die Zinsen stabilisiert. Steuern und die Emission von Anleihen sind aber nicht Instrumente zur Finanzierung der öffentlichen Ausgaben.
- Etwas sehr weit hergeholt, diese Erklärung! Aber im Grunde sind wir uns doch einig, dass bei Vollbeschäftigung die Höhe der Steuern und Anleihen des Staates der Höhe seiner Ausgaben entsprechen muss.
- Nicht einig sind wir uns wohl beim jeweiligen Anteil, den die Steuern und die Anleihen an dieser Finanzierung haben sollen. Du wirst sagen: Der Staat darf kein Defizit aufweisen, wenn es der Wirtschaft gutgeht, vielmehr sollte er in dieser Situation Überschüsse erzielen und damit Schulden aus Krisenzeiten kompensieren. Es muss aber festgelegt werden, wie hoch die öffentlichen Anleihen (im Vergleich zu den Steuern) bei Vollbeschäftigung sein sollen, um das makroökonomische Gleichgewicht sicherzustellen. Der Saldo des öffentlichen Haushalts ist das Gegenstück zum privaten Saldo: Ein finanzieller Überschuss beim privaten Saldo heisst ein Defizit beim Staat, weil der Saldo insgesamt Null sein muss.
- Ebenso gut könnte man argumentieren, dass der Privatsektor einen Überschuss erwirtschaften muss, weil der Staat ein Defizit aufweist. Diese Bilanzgleichung sagt nichts zur Kausalität aus.
- Ist die Nachfrage des Privatsektors nach Wertpapieren grösser als das staatliche Angebot, so werden die Preise der Anleihen steigen und die Zinssätze sinken. Öffentliche Anleihen dienen der Stabilisierung der Preise auf dem Finanzmarkt oder, was auf das Gleiche hinauskommt, der Stabilisierung der Zinssätze (wobei es natürlich eine Untergrenze für öffentliche Anleihen gibt, die nicht unterschritten werden darf, da die Finanzmärkte sichere Werte benötigen). Bei Vollbeschäftigung muss das Total «öffentliche Anleihen + Steuern» dem Total der öffentlichen Ausgaben entsprechen, um Inflation zu vermeiden. Die Emission von Anleihen dient ja nicht der Finanzierung der öffentlichen Ausgaben, sondern hat andere Ziele. So kann es beispielsweise wünschenswert sein, auch bei einem Haushaltsüberschuss Anleihen auszugeben, um die Zinsen zu stabilisieren.
- Die Stabilisierung der Zinsen ist Sache der Zentralbank. Ausserdem stimmt diese Bilanzgleichung nur in einer geschlossenen Wirtschaft.

- Das amerikanische Finanzministerium hat der Zentralbank in der Vergangenheit teils stark unter die Arme gegriffen, um die Zinsen zu stabilisieren.¹ In einer offenen Volkswirtschaft ist das tatsächlich etwas komplizierter. Aber nehmen wir die USA. Der Rest der Welt leiht ihnen Geld. Will der Privatsektor in den USA einen Überschuss erzielen, heisst das, dass der Staat ein Defizit aufweisen muss.
- [Wir sind schon in Bezug auf Vollbeschäftigung nicht ganz gleicher Meinung. Bei Arbeitslosigkeit werden unsere Meinungen wohl noch weiter auseinanderliegen.](#)
- Bei Arbeitslosigkeit verursachen die öffentlichen Ausgaben (auch durch Geldschöpfung finanziert) keine Inflation. Man könnte die öffentlichen Ausgaben also so lange durch Geldschöpfung finanzieren (ohne dieses Geld dann durch Steuern oder Anleihen aus dem Umlauf zu nehmen), bis Vollbeschäftigung herrscht.
- [Das klingt nach einem Schalter mit nur zwei Positionen: Vollbeschäftigung oder nicht. In Wirklichkeit ist das doch ein Übergang wie in der Phillipskurve.](#)
- Gut, stellen wir uns einen schrittweisen Übergang zur Vollbeschäftigung vor, bei dem einige Sektoren vor anderen Vollbeschäftigung erreichen.
- [In diesem Fall erzeugt die Geldschöpfung eine Inflation, bevor überall Vollbeschäftigung erreicht ist.](#)
- Ja, ausser der Staat kauft Waren und Dienstleistungen aus Sektoren, in denen es keine Vollbeschäftigung gibt. Das lässt sich auch unter einem realen Gesichtspunkt verstehen: Aktivieren öffentliche Ausgaben ungenutzte Produktionsfaktoren (z. B. arbeitslose Arbeitskräfte), so steigt die Produktion. Die zusätzliche Nutzung von Waren und Dienstleistungen durch den Staat erfolgt dann nicht zulasten des privaten Sektors. Es findet keine Verdrängung, kein Crowding-out statt.
- [Das ist aber nur möglich, wenn die Nachfrage zu gering ist, um alle vorhandenen Produktionskapazitäten zu nutzen. Das ist bei Nachfragekrisen der Fall. So sind wir mit den MMT-Empfehlungen bloss bei der Theorie von Keynes.](#)
- Ja, aber wie wir noch sehen werden, ist das die Normalsituation. Lass mich aber zuerst etwas klarstellen. Wenn es Arbeitslosigkeit gibt, oder genauer gesagt, wenn die Wirtschaft weit genug von Vollbeschäftigung entfernt ist, können die öffentlichen Ausgaben durch Geldschöpfung finanziert werden, ohne Inflation zu erzeugen. Manchmal kann es aber dennoch nützlich sinnvoll sein, dass sich der Staat verschuldet (auch in Krisenzeiten, in denen es kein Inflationsrisiko gibt), um die private Nachfrage nach Wertpapieren zu decken. Die Emission von Wertpapieren dient dann einem monetären Ziel: der Stabilisierung der Zinsen.
- [Angenommen, das trifft zu. Wie kann dann überschüssiges Geld nach der Krise wieder aus dem Verkehr genommen werden?](#)
- Im Allgemeinen ist es nicht notwendig, dass der Staat (einschliesslich Zentralbank) mehr Geld aus dem Verkehr nimmt als schöpft. In der Regel reicht es aus, die Geldmenge nicht mehr so stark zu erhöhen.
- [Das würde bedeuten, die öffentlichen Ausgaben, die durch Geldschöpfung finanziert werden, nach der Krise zu reduzieren. Wie man die Politiker kennt, dürfte das aber schwierig werden.](#)
- Es ist doch normal, dass ein Impulsprogramm nach der Krise endet. Und mit der vorgeschlagenen «Job Garantie» werden die öffentlichen Ausgaben für eine Arbeit für alle zum Mindestlohn mit dem Ende der Krise automatisch sinken. Dieses Programm ist ein automatischer Stabilisator, der die öffentlichen Defizite in

¹ «Overall, the Treasury helped drain up to \$610 billion of reserves in October and November 2008 via the TT&L [Treasury tax and loan accounts: accounts of the Treasury at private banks] transfers and the SFP bills [Supplementary Financing Program: The program consists of a series of Treasury bill auctions, separate from Treasury's current borrowing program, with the proceeds from these auctions maintained in an account at the Federal Reserve Bank of New York. Funds in this account serve to drain reserves from the banking system].» Tymoigne E. (2014), *Modern Money Theory, and Interrelations between the Treasury and Central Bank: The Case of the United States*, Journal of Economic Issues, Vol. XLVIII No. 3.

Krisenzeiten erhöht und in guten Zeiten reduziert. Darüber hinaus steigen die Steuern in Boomphasen automatisch an (in der Regel der Hauptgrund für Veränderungen des Staatsdefizits).

- Und wenn trotzdem überschüssiges Geld aus dem Verkehr genommen werden muss?
- Dann genügen Anleihen oder Steuern, um Geld wieder zu vernichten. Auch Private können Geld vernichten, indem sie ihre Schulden zurückzahlen. Aber auf jeden Fall sollten wir nicht nur an temporäre Krisen denken. In vielen Ländern herrscht ständig Unterbeschäftigung.
- Eine Nachfragekrise, die Unterbeschäftigung verursacht, besteht immer dann, wenn die Menschen Geld statt Waren und Dienstleistungen wollen. Sobald genügend Geld in Umlauf ist, verschwindet die Nachfragekrise.
- Unter bestimmten Umständen scheint die Geldnachfrage unersättlich (siehe die massive Geldspritze beim «Quantitative Easing»). Und wie du weißt ziehen auch Mainstream-Ökonomen die Möglichkeit einer anhaltenden Nachfragekrise («säkulare Stagnation») in Betracht.
- Tatsächlich kann es sein, dass der Realzins, der Ersparnisse und Investitionen ausgleichen würde, so negativ ist, dass er angesichts des «Effective Lower Bound» des Nominalzinssatzes nicht erreicht werden kann.
- Das Problem liegt tiefer. Würde deine Erklärung stimmen, könnten einfach genug Inflationserwartungen erzeugt werden, um aus der Krise zu kommen. In der Realität reicht das nicht.
- Natürlich reicht das, denn wichtig ist der Realzins. Er entspricht dem Nominalzins abzüglich der Inflationserwartung. Selbst bei unveränderlicher Untergrenze für den Nominalzins ist es also möglich, mit entsprechend hohen Inflationserwartungen einen so negativen Realzins zu erreichen, wie man ihn haben will. Die Schwierigkeit in Ländern wie Japan besteht heute darin, diese Inflationserwartungen zu erzeugen.
- Angenommen einer Zentralbank gelingt es, einen Inflationsanstieg in Aussicht zu stellen. Die Akteure rechnen mit einem Anstieg des Nominalzinses, der einen Wertverlust der Wertpapiere nach sich zieht. Sie werden somit Geld, nicht Wertpapiere halten. Sie verzichten auf Zinsen, um Kapitalverlust zu vermeiden. Eine ungenügende Nachfrage ist unausweichlich.
- Das stimmt: Es reicht nicht Inflationserwartungen zu wecken, man muss auch für die Überzeugung sorgen, dass die Nominalzinsen nicht steigen werden. Dafür genügt es, dass die Zentralbank eine ausreichend expansive Geldpolitik betreibt.
- Sie muss glaubhaft machen können, dass der Zins nicht nur kurzfristig, sondern auch langfristig nicht (oder nicht zu stark) steigen wird. Das heisst, dass die Zentralbank auch langfristige Anleihen kauft und verkauft. Im Übrigen funktioniert das in Japan nicht. Kein Wunder, denn die Nachfrageschwäche ist auf eine alternde und schrumpfende Bevölkerung und nicht auf die Zinsen zurückzuführen. Es ist ein Irrtum zu glauben, Ersparnisse und Investitionen könnten über den Zinssatz ausgeglichen werden.
- In einer geschlossenen Wirtschaft entsprechen die Ersparnisse zwingend den Investitionen.
- Ja, der Ausgleich erfolgt aber über das BIP und nicht über den Zinssatz. Ersparnisse und Investitionen hängen weniger vom Zinssatz als von der Wirtschaftslage ab. Das BIP, das zwischen Ersparnissen und Investitionen und damit zwischen Angebot und Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen ausgleicht, kann niedriger sein als das BIP der Vollbeschäftigung. Diese Arbeitslosigkeit ist nicht unbedingt eine ausserordentliche Situation, kann aber anhalten, solange der Staat nicht eingreift. Es gibt Grund zur Annahme, dass wir uns in einer anhaltenden Nachfragekrise befinden, die die neue Normalität sein könnte. Ungeachtet der Gründe für eine anhaltende Nachfrageschwäche gelten zu deren langfristigen Bekämpfung die Empfehlungen

von Keynes. Die Nachfrage muss konstant durch öffentliche Ausgaben gestützt werden.

- Ich glaube nicht, dass wir uns in einer säkularen Stagnation befinden. In einem solchen Fall liesse sich aber eine langfristige Keynes-Politik rechtfertigen. Auch hier war aber von einer geschlossenen Wirtschaft die Rede. In einer offenen Wirtschaft sind zusätzliche Elemente zu berücksichtigen. In dieser Wirtschaft sind bei einer schwachen Auslandsnachfrage die Möglichkeiten des Staates, diese Lücke zu schliessen, insofern begrenzt, als diejenigen, die für ausländische Märkte produzieren, nicht immer die Waren und Dienstleistungen herstellen kann, die der Staat nachfragt.
- Das stimmt. Ein weiteres Problem ist, dass ein Land, das sich in einer ausländischen Währung verschuldet (in der es kein Geld schöpfen kann) bankrottgehen kann.
- Auch berücksichtigt werden muss, wie sich die Geldschöpfung auf den Wechselkurs auswirkt. Eine Abwertung würde zu steigenden Importpreisen und damit zu Inflation führen.
- Preisanstieg und Inflation dürfen nicht miteinander verwechselt werden. Eine Abwertungsepisode allein bedeutet noch keinen kontinuierlichen Preisanstieg. Zudem bin ich nicht sicher, dass eine Erhöhung der Geldmenge zu einer starken Abwertung des Geldes führt, und noch weniger, dass dies eine starke Erhöhung der Importpreise nach sich zieht. Die Preise der importierten Produkte werden von den Importeuren nicht automatisch an die Wechselkursschwankungen angepasst und Schwankungen zumindest nicht im selben Ausmass an die Endkonsumenten überwältigt (unvollständiges «pass-through»).
- Eine kontinuierliche Erhöhung der Geldmenge führt am Ende zu einer kontinuierlichen Abwertung, die zu einem kontinuierlichen Anstieg der Importpreise führt und damit zur Inflation beiträgt, auch wenn die Auswirkungen auf den Wechselkurs kurzfristig durch Volatilität ändern Ursprungs überdeckt werden können und die Importeure ihre Preise nicht sofort anpassen.
- Falls die Geldschöpfung über die Importe zu Inflation führt, wäre das halt zu berücksichtigen.
- Trotz einiger Differenzen sind unsere Meinungen nicht so weit voneinander entfernt, wie man auf den ersten Blick annehmen könnte.
- Unterschiedlicher Ansicht sind wir vor allem bei der Frage, ob die Voraussetzungen gegenwärtig erfüllt sind, damit durch reine Geldschöpfung finanzierte öffentliche Ausgaben weder zu Inflation noch zu Verdrängung führen würden.
- Und wir beurteilen das Risiko anders, dass die Politiker nicht diszipliniert genug sind, um mit der Geldschöpfung aufzuhören, wenn die Voraussetzungen dafür nicht mehr gegeben sind. Das wirkt sich auf das Vertrauen aus, das wir in die Politik haben, und auf die Bedeutung, die wir der Unabhängigkeit der Zentralbank beimessen.

Pierre-Alain Bruchez

Dank an [Eric Tymoigne](#) (Associate Professor of Economics am Lewis and Clark College in Portland, Oregon, und Research Associate am Levy Economics Institute of Bard College), der Artikel zur MTT publiziert, und an Frank Schmidbauer für ihre Kommentare zu einer früheren Version dieses Papiers.