

13. Mai  
2020

# Österreich in der Corona-Krise

## Kapitel 5 – Und wenn wir das Geld einfach drucken?

Spätestens seit der Finanzkrise 2008 ist die Geldpolitik zum fixen Bestandteil der Wirtschaftspolitik geworden. Die Zentralbanken drücken nicht nur die Zinsen immer weiter in den Keller, sie haben auch Schulden in bisher unvorstellbarem Ausmaß aufgekauft. Diese unkonventionellen Maßnahmen verlieren zusehends ihre Wirksamkeit, weshalb fieberhaft nach neuen Ideen gesucht wird. Eine bisher wenig beachtete Denkschule bietet sich an: Die Modern Monetary Theory, kurz „MMT“ genannt.

Was ist die Modern Monetary Theory also genau? Was ist tatsächlich modern an ihr und unter welchen Umständen könnte das Konzept tatsächlich funktionieren?



Eine Analyse der



**Agenda**  
Austria

**Spätestens seit der Finanzkrise 2008 ist die Geldpolitik zum fixen Bestandteil der Wirtschaftspolitik geworden. Die Zentralbanken drücken nicht nur die Zinsen immer weiter in den Keller, sie haben auch Staats- und Unternehmensschulden in bisher unvorstellbarem Ausmaß aufgekauft (Quantitative Easing). Oberstes Ziel: Der Wirtschaft die notwendige Liquidität zur Verfügung zu stellen. Diese unkonventionellen Maßnahmen verlieren zusehends ihre Wirksamkeit, weshalb fieberhaft nach neuen Ideen gesucht wird. Eine bisher wenig beachtete Denkschule bietet sich an: Die Modern Monetary Theory, kurz „MMT“ genannt.**

Dem Konzept zufolge gehen von hohen Staatsschulden keine Gefahren aus, vielmehr machen sie das von der Politik seit Jahrhunderten angestrebte Ziel der Vollbeschäftigung möglich. Das Konzept wurde bereits vor der Corona-Krise in den USA von linken Politikern wie der Kongressabgeordneten Alexandra Ocasio-Cortez (Democrats) propagiert. Mit Geld aus der Druckerpresse sollten insbesondere Sozialleistungen und der „Green New Deal“ finanziert werden. Oftmals wird MMT allerdings unpräzise dargestellt und mit Quantitative Easing (QE), Helikoptergeld oder dem Bedingungslosen Grundeinkommen (BGE) verwechselt. Was ist die Modern Monetary Theory also genau? Was ist tatsächlich modern an ihr und unter welchen Umständen könnte das Konzept tatsächlich funktionieren?

## Was ist die Modern Monetary Theory?

Grundsätzlich basiert alles auf der Idee, dass sich die Welt in einem Zustand befindet, in der die maximal mögliche Wirtschaftsleistung nicht erreicht ist. Deshalb sei die Arbeitslosigkeit höher als notwendig. Durch den Staat soll die fehlende Nachfrage gedeckt werden, wobei der Staat auch Geld drucken kann, um seine Ausgaben zu decken. Um die Inflation unter Kontrolle zu halten, werden notfalls Steuern erhöht. Das wiederum stellt die bisher gängige Praxis auf den Kopf: Waren bisher die Notenbanken dafür verantwortlich, die Inflation über höhere Zinsen im Zaum zu halten, übernehmen diese Aufgabe im Konzept von MMT die Finanzminister. Vereinfacht ausgedrückt: Erhöhen sie die Steuern, haben die Bürger weniger Kaufkraft, der Konsum geht zurück und das allgemeine Preisniveau sinkt aufgrund der schwächeren Nachfrage. Fiskalpolitik und Geldpolitik werden verschmolzen und an die Politik übertragen. Das ist der revolutionäre Kern der Theorie.

Um sowohl die optimale Wirtschaftsleistung als auch Vollbeschäftigung zu erreichen, gibt es laut Vertretern von MMT eine ganz einfache Lösung: Das Geld wird gedruckt und mit einem Zinssatz von 0 Prozent versehen, damit bekommt der Staat das Geld kostenlos und kann dieses in weiterer Folge ausgeben. Weil der Staat das Geld zinsfrei drucken kann, muss er auch keine Staatsanleihen ausgeben. Und solange die Wirtschaft nicht auf Hochtouren läuft, müssen wir uns auch keine Sorgen um eventuelle Teuerung machen. Außerdem kann ein Staat laut MMT in seiner eigenen Währung nicht zahlungsunfähig werden, da das Geld nie knapp wird. Anders als Haushalte, die zuerst Geld verdienen müssen, um es dann ausgeben zu können, ist dies beim Staat umgekehrt.

*Laut MMT kann nur die Fiskalpolitik diese Inflation herbeiführen und auch wieder absenken.*

MMT steht im diametralen Widerspruch zu dem, was in vielen Ökonomie-Lehrbüchern steht: Dass Geld zu drucken die Geldmenge vergrößert und zwangsläufig zu Inflation führt, wenn die Wirtschaftsleistung konstant bleibt. Laut MMT kann nur die Fiskalpolitik diese Inflation herbeiführen und auch wieder absenken. Die Modern Monetary Theory ist dem Postkeynesianismus zuzuordnen<sup>1</sup>. Maßgeblich beeinflusst wurde sie nicht nur von John Maynard Keynes, sondern insbesondere von Abba Lerner. Zu den prominentesten Befürwortern in der heutigen Zeit gehören die US-Ökonomen Stephanie Kelton, Randall Wray und Bill Mitchell.

Aber wie soll der Staat dieses von ihm gedruckte Geld nun einsetzen? Hier sind der Fantasie keine Grenzen gesetzt: Von klassischen Investitionsprogrammen in die öffentliche Infrastruktur oder die Forschung über höhere Sozialausgaben bis hin zu staatlichen Beschäftigungsprogrammen und einer Job-Garantie für jedermann wurde bereits so ziemlich alles vorgeschlagen. Allerdings gibt es ein paar Voraussetzungen, die ein Staat erfüllen muss, um die MMT überhaupt einsetzen zu können:

<sup>1</sup> Postkeynesianismus ist eine Strömung, die ihre Ideen primär auf denen des Keynesianismus aufbaut. Der Keynesianismus wiederum beschreibt das in unseren Zeiten beliebte „In guten Zeiten sparen, in schlechten ausgeben“. Hierbei unterstützt der Staat in einer Rezession durch Investitionsprogramme oder Steuersenkungen, die er dann während eines Wirtschaftsaufschwungs wieder erhöht.

- Er muss seine eigene Zentralbank besitzen, die das Geld drucken kann, und die Autorität über diese. Sie darf also nicht „unabhängig“ sein.
- Um die Geldmenge ausweiten zu können, ist es außerdem notwendig, dass es sich um eine ungedeckte „Fiat-Währung“ handelt. Das bedeutet, dass der Wert des Geldes nicht gebunden (etwa an Gold) und auch sonst keinerlei Restriktionen unterworfen ist. Diese Voraussetzung ist heute in allen großen Volkswirtschaften erfüllt.
- Der Wechselkurs der Währung darf auch an keine andere gebunden sein.
- Wenn einmal die maximale Wirtschaftsleistung und Vollbeschäftigung erreicht ist, muss das im Umlauf befindliche überschüssige Geld aus dem Kreislauf gezogen werden können. Es braucht also eine Art Staubsauger. Deshalb muss der Staat die Steuern für seine Bürger in der eigenen Währung erhöhen können.

*Im Falle von MMT würde das Verbot der Staatsfinanzierung durch die Notenbank natürlich ausgehebelt.*

Mit anderen Worten: Wenn der Staat Geld drucken darf, muss die jeweilige Zentralbank eines Landes ihre Unabhängigkeit aufgeben. Wie schon erwähnt kommt es zur „Hochzeit der Geld- und Fiskalpolitik“<sup>2</sup> MMT markiert also den Gipfel der Koordination des Staates mit der Zentralbank. Außerdem muss der Staat in der Lage sein, das

Wirtschaftstreiben schlussendlich planen zu können: Er kann voraussehen, in welchen Sektoren der größtmögliche Output bereits erreicht ist, womit dort auch nicht mehr investiert und Inflation vermieden wird. Die Ideen, wie das alles erreicht werden soll, sind weitreichend: Zum einen wird eine staatlich unabhängige Agentur vorgeschlagen, die die Nachfrage messen soll und dann Maßnahmen ergreift, um die drohende Inflation abzufangen. Warum diese Agentur im Gegensatz zur Notenbank unabhängig sein soll? Weil Steuererhöhungen politisch unattraktiv und daher stark abhängig von nachfolgenden Wahlen sind. Wie das in der Praxis funktionieren soll, bleibt offen. Zumal diese Unabhängigkeit ja auch gelebt werden muss. Zum anderen sind Instrumente wie eine Job-Garantie des Staates bei MMT-Proponenten überaus beliebt. Arbeitslose werden kurzerhand in der öffentlichen Verwaltung angestellt. Sie haben also einen Job, aber nicht unbedingt Arbeit.

### Was MMT nicht ist

MMT wird oft mit Begriffen wie „Quantitative Easing“, „Helikoptergeld“ oder dem „Grundeinkommen“ gleichgesetzt. Folgend wird auf die Unterschiede dieser Konzepte zu MMT eingegangen.

### Quantitative Easing (QE)

Hinter dem Kürzel „QE“ verbirgt sich der Ankauf von Staats- und Unternehmensanleihen durch die Zentralbanken. Es ist seit der Finanzkrise ein vielgenutztes Instrument zur Bereitstellung von Liquidität durch die Zentralbanken. Sie kaufen Anleihen auf dem Sekundärmarkt auf – also nicht direkt vom jeweiligen Staat, sondern von Dritten, die diese Anteile halten. Meistens handelt es sich dabei um Banken. Warum das so gemacht wird, hat einen einfachen Grund: Der direkte Ankauf von Staatsanleihen ist den meisten Zentralbanken gesetzlich verwehrt, weil es sich dabei um verbotene, monetäre Staatsfinanzierung handelt. Zudem darf etwa die EZB maximal ein Drittel der ausgegebenen Staatsanleihen eines Mitgliedstaates am Markt aufkaufen. Im Falle von MMT würde das Verbot der Staatsfinanzierung durch die Notenbank natürlich ausgehebelt. Es gibt aber noch mehrere kleine, aber feine Unterschiede, wieso die Auswirkungen von QE anders als von MMT sind:

- Sowohl die US-amerikanische Zentralbank Federal Reserve als auch die EZB blieben trotz QE von den Staaten unabhängig und bei ihren ursprünglich gesetzlich festgesetzten Mandaten. Rechtlich waren sie nicht in der Lage, sich mit den Regierungen abzusprechen, um die Geld- und Fiskalpolitik zu koordinieren.

- QE beschreibt die Ausweitung der Geldmenge, indem Anleihen gekauft werden. Ziel war es jedoch, die durch die Anleihenkäufe aufgeblähten Bilanzen der Zentralbanken langfristig wieder zu reduzieren. Die Anleihen, die von den Zentralbanken gekauft wurden, werden entweder wieder verkauft oder so lange gehalten, bis die Laufzeit der Anleihen vorüber ist und diese zurückgezahlt werden müssen. Daran ist bei MMT nicht gedacht.

- Während MMT die Wirtschaftsleistung ankurbeln soll und die Inflation nebensächlich ist, wollten die Zentralbanken mit QE die Wirtschaft ankurbeln und die Inflation niedrig halten.

<sup>2</sup> Geldpolitik beschreibt die jetzige Aufgabe der Zentralbank, die für die Ausweitung der Geldmenge bzw. deren Reduktion verantwortlich ist. Dies passiert klassisch durch Anheben oder Senken der Zinssätze oder auch, wie später beschrieben, mit QE. Fiskalpolitik beschreibt die Möglichkeiten des Staates, Steuern als auch Staatsausgaben zu senken oder zu erhöhen.

### **Helikoptergeld und Bedingungsloses Grundeinkommen (BGE)**

Helikoptergeld und das BGE stellen Möglichkeiten dar, wie der Staat sein gedrucktes Geld investieren könnte. Helikoptergeld würde bedeuten, dass jeder Bürger einmalig einen bestimmten Geldbetrag vom Staat überwiesen bekommen würde, während in den meisten Definitionen vom BGE regelmäßig ein politisch festgesetzter Geldbetrag ausgegeben würde. Während Helikoptergeld bereits in seiner Definition frisch gedrucktes Geld darstellt, ist dies beim BGE nicht definiert. Das BGE könnte genauso gut klassisch durch „Deficit Spending“ (höhere Staatsausgaben auf Pump) finanziert werden. In jedem Fall kann MMT sowohl mit Helikoptergeld als auch mit einem BGE einhergehen, muss es allerdings nicht. Wie der Staat sein Geld genau ausgeben sollte, ist nicht vorgegeben – auch, wenn es natürlich an Vorschlägen von Seiten der MMT-Befürworter nicht fehlt.

### **Umsetzungsprobleme**

Nachfolgend werden fünf zentrale Behauptungen unter die Lupe genommen, die im Zusammenhang vieler Diskussionen rund um MMT immer wieder fallen.

#### **Behauptung 1: Die weise Politik gehorcht der Theorie.**

Geld drucken und es auszugeben ist auch in der Praxis simpel. Damit rechtzeitig aufzuhören und zeitgleich passende Steuern einzuführen, um Inflation zu verhindern, ist politisch aber alles andere als einfach. Denken wir nur an die Zeiten von Wahlen. Wenn die Theorie stimmt, und nur die Fiskalpolitik Inflation steuern kann, dann muss die Wirtschaft kleinteilig gesehen werden und nicht nur als ein großer Sektor. Jeder Sektor kann unabhängig zu unterschiedlichen Zeitpunkten sein maximales Wirtschaftsoutput erreichen. Daher muss diese Wirtschaftsleistung auch sektorspezifisch gemessen werden, um Inflation zu vermeiden. Davon abgesehen, dass die Inflation sektorspezifisch nur sehr schwer gemessen werden kann, ist dies auch nur mit signifikanten Zeitverzögerungen möglich. Bei drohender Inflation müssten Parlamente dann innerhalb kürzester Zeit Steuern beschließen und diese einheben. Diese müssen ökonomisch treffsicher und rechtzeitig vor Einsetzen der tatsächlichen (hohen) Inflation passieren.

Die Sorge, dass dies innerhalb dieser Zeitspanne in demokratischen Staaten nicht rechtzeitig passieren würde, ist nicht unbegründet. Zu hohe Inflationsraten und vielleicht sogar der Vertrauensverlust der Bürger in die eigene Währung könnten die Folge sein. Da nicht mit Gold unterlegte Währungen allerdings auf genau diesem Vertrauen basieren und ohne dieses nicht fortbestehen können, wären die Folgen verheerend: Hyperinflation und politische Aufstände sind zwei potenziell sehr unangenehme Folgen von MMT.

#### **Behauptung 2: MMT funktioniert auch in der heutigen, stark vernetzten, globalisierten Welt.**

Unsere Volkswirtschaften sind durch die Globalisierung weitaus vernetzter geworden. Wie erwähnt, verlangt MMT flexible Wechselkurse. Eine Erhöhung der Geldmenge durch den Staat bedeutet allerdings nicht, dass das Geld schlussendlich nur in dieser Volkswirtschaft bleibt. Angenommen, der Staat investiert das in MMT gedruckte Geld ganz klassisch in die Infrastruktur, dann erhöht dies die Einkommen der Bürger in diesem Staat. Dadurch wird wiederum die Nachfrage für andere Güter angekurbelt. Denn es führt auch dazu, dass Importe stärker nachgefragt werden.

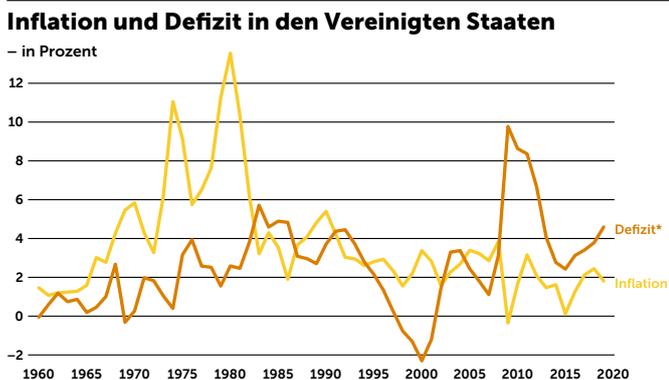
Insbesondere in lateinamerikanischen Staaten, die bei Energie und Lebensmitteln stark von Einfuhren abhängig sind. Eine stärkere Nachfrage von Gütern und Dienstleistungen aus dem Ausland bedeutet, dass nationale Währung ins Ausland fließt. Das verstärkte Angebot der Währung im Ausland führt dazu, dass die Währung weniger wert wird, was per Definition Inflation bedeutet. Diese Inflation existiert, egal, ob das maximale Wirtschaftsoutput der Nation erreicht wurde. Das wiederum zeigt, dass in der heutigen globalisierten Welt, in der Staaten durch Importe und Exporte stark miteinander verbunden sind, MMT zu starken Instabilitäten führen kann. Wie seit kurzem in Argentinien zu beobachten ist, führt eine Ausweitung des Budgetdefizits bei einer starken Abhängigkeit von Importen im Lebensmittel- und Energiebereich zu hoher Inflation. Diese hat Argentinien nun an den Rand des Staatsbankrotts getrieben.

Viele Befürworter von MMT wissen das. Deshalb plädieren sie auch dafür, dass Staaten in den wichtigsten Bereichen autark leben können, um sich vom Außenhandel unabhängig zu machen. Diese Haltung spiegelt sich in der Globalisierungskritik vieler MMT-Vertreter wider.

### Behauptung 3: Ausschließlich Fiskalpolitik kann die Inflationsrate steuern, Geldpolitik hat keinen Einfluss auf sie.

Bekannte Ökonomen wie Scott Sumner oder Paul Krugman sehen MMT sehr kritisch. Sie kritisieren, dass MMT die Wirksamkeit der Fiskalpolitik überschätzt und jene der Geldpolitik unterschätzt. Denn nicht nur die Fiskalpolitik ist dafür zuständig, ob Inflation schlussendlich zum Problem wird oder nicht. Obwohl die Geldpolitik in den vergangenen Jahren in vielen Staaten kaum Inflation produziert hat, bedeutet dies nicht, dass die Wirksamkeit aller geldpolitischen Instrumente abgelehnt werden soll. Unabhängige Zentralbanken sind seit Jahrzehnten mit der Aufgabe der Bewahrung der Preisstabilität vertraut und konnten diese oft erfolgreich erfüllen.

Abb. 1: Staatliche Defizite und die Inflation hängen nur schwach zusammen.



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, U.S. Office of Management and Budget.



Wie man in obiger Grafik gut sehen kann, ist die Korrelation zwischen dem regelmäßigen Budgetdefizit oder -überschuss der USA mit der Inflationsrate nur sehr schwach positiv. Wenn ausschließlich Fiskalpolitik die Inflationsrate beeinflussen könnte, würden wir einen starken Zusammenhang sehen.<sup>3</sup> Diese Grafik dient als Anhaltspunkt für die mangelhafte Erklärbarkeit der Theorie von MMT. In weiteren Schritten könnte man diese natürlich mit anderen Variablen anreichern.

<sup>3</sup> Die gleichen Daten für die Eurozone auszuwerten ist aus genannten Gründen in Abschnitt 6 weniger sinnvoll. Die EZB fokussiert sich auf die aggregierten Daten im Euroraum und nicht auf die einzelnen EU-Staaten. Bei der Eurozone handelt es sich zum jetzigen Zeitpunkt ohne signifikante Änderungen der Struktur der Währungsunion auch nicht um einen Raum, in dem MMT sofort umgesetzt werden könnte. Da kein einzelner Mitgliedsstaat der EU für seine Geldpolitik selbst verantwortlich ist, kann er auch seine Fiskalpolitik nicht danach ausrichten.

### Behauptung 4: Die Gefahr der Inflation ist leicht einschätzbar, solange das maximale Wirtschaftsoutput nicht erreicht ist.

MMT zielt darauf ab, dass die Zentralbank für den Staat das sogenannte „high-powered money“ erhöht. Dazu zählt unter anderem das Bargeld. Wenn mehr Bargeld im Umlauf ist, wird es schneller ausgegeben, da es aufgrund der fehlenden Zinsen zu unattraktiv ist. Natürlich gibt es Ausnahmen und Bargeld wird auch längerfristig gehalten, aggregiert gesehen stimmt diese Aussage allerdings. Hier tritt erneut Paul Krugman als Kritiker in Erscheinung: Wenn der Staat kommuniziert, dass Geld gedruckt wird, erwartet die Bevölkerung Inflation. Wenn aber erwartet wird, dass die eigene Währung immer weniger wert wird, werden die Bürger weniger Bargeld halten, da dieses keine Zinsen bringt und somit nicht vor einer Inflation geschützt ist. Oder aber sie flüchten in andere Anlageformen, die stabiler sind und von denen kein derart starker Wertverlust erwartet wird. Dies führt zu steigenden Preisen, was bedeutet, dass der Staat noch mehr Geld drucken muss, um Investitionen zu tätigen, woraufhin sich die Erwartungen der Bürger noch weiter anpassen. Diese Inflationsspirale kann verheerend sein und einen Vertrauensverlust der Bevölkerung in die Währung auslösen. Es ist dieser Vertrauensverlust, der zu Hyperinflation führen kann.

MMT-Befürworter wiederum betonen oft, dass, solange ein Staat Steuern in seiner eigenen Währung einheben kann, diese Währung nicht verschwinden kann, da Staaten die Bürger noch immer dazu zwingen können, die Steuern in der eigenen Währung zu bezahlen. Das ist grundsätzlich richtig, die Nachfrage für diese Währung sinkt allerdings rasant, das Angebot übersteigt die Nachfrage, die Menschen weichen auf andere Währungen oder Währungssubstitute aus, um den drohenden Wertverlust abzuwenden.

### Behauptung 5: Staaten gehen in den Schulden ihrer eigenen Währung nicht bankrott.

Das Argument, wonach Staaten in ihrer Währung nicht zahlungsunfähig werden können, ist kritisch zu sehen. Während dies grundsätzlich stimmt, bedeutet es nicht, dass ein Staat es nicht freiwillig tun könnte. Hier kommen die beiden erwähnten Resultate eines Vertrauensverlustes der Bevölkerung in die Währung der Behauptung 1 ins Spiel: Hyperinflation und politische Aufstände. Als Beispiel eines Staats, der in seiner eigenen Währung zahlungsunfähig geworden ist,

sei Russland 1998 erwähnt, das aufgrund der Gefahr von politischen Aufständen, des Vertrauensverlusts der Investoren und wegen gescheiterter Wirtschaftsreformen zahlungsunfähig wurde. Auch Brasilien und Argentinien waren in den 1980er-Jahren prominente Beispiele für Staaten, die aus Angst vor Hyperinflation einen ähnlichen Weg gingen und den Bankrott wählten. Hier sieht man wiederum: Auch wenn die Zahlungsunfähigkeit in der Theorie nicht notwendig ist, wird dieser Weg in der Praxis beschritten. Auch das Gegenargument des MMT-Befürworters Randall Wray, dass die Wahrscheinlichkeit eines Staatsdefaults so verschwindend gering ist, dass man es getrost ignorieren könne, spricht nicht für die Umsetzbarkeit der Theorie. Ein Staatsbankrott ist eine Katastrophe für ein Land, die Erholung langwierig und schmerzhaft. Jeder Staat, der diesen Weg gehen muss, ist einer zu viel.

## Wie MMT in der Vergangenheit umgesetzt wurde

Die Verwendung des Worts „modern“ lässt vermuten, dass es sich bei MMT um ein völlig neuartiges Konzept handelt. Das ist aber nicht ganz richtig. Im folgenden Abschnitt werden Beispiele genannt, die MMT schon sehr, sehr nahe kommen. Überraschend ist, dass MMT, obwohl oft vom linken politischen Spektrum propagiert, nicht nur von dieser Seite umgesetzt wurde. Unter den folgenden drei Beispielen findet sich auch eines von Deutschland während des Regimes der Nationalsozialisten:

### Großbritannien im ersten Weltkrieg

1914 wurden den britischen Bürgern von einem Tag auf den anderen, wenn sie Geld von der Bank behoben, nicht Pfund, sondern sogenannte „Bradbury Notes“ ausgehändigt. Großbritannien verfolgte bis 1931 noch den Goldstandard. Das bedeutet, dass das Pfund zu einem fixen Kurs in Gold umgewechselt werden konnte. Weil Großbritannien aufgrund der knapp werdenden Goldreserven im Ersten Weltkrieg vermeiden wollte, dass Bürger ihr Geld in Gold umwechselten, führte das Finanzministerium die „Bradbury Notes“ ein, die nicht in Gold umgewechselt werden konnten.

Diese „Bradbury Notes“ wurden zur gesetzlich vorgeschriebenen Währung und vom britischen Finanzministerium gedruckt, da die Bank of England (BoE) dies in der Eile nicht geschafft hatte. Da in diesem Fall das Finanzministerium gleich der Zentralbank war, die

eine neue Währung ausgegeben hat, kann dies als MMT bezeichnet werden. In den 1920er-Jahren konnte dann wieder auf die normale Währung umgeschwenkt werden und zum Goldstandard zurückgekehrt werden. Das Experiment war grundsätzlich geglückt, denn die Währung wurde angenommen ohne eine Hyperinflation auszulösen da die Bevölkerung von Anfang an Vertrauen in die neue Währung und diese sofort angenommen hatte. In der Zeit der Bradbury Notes wurde der Goldstandard in den meisten großen Volkswirtschaften hoch gehalten und eine Rückkehr zu diesem nach dem Krieg wurde erwartet. In der heutigen Zeit, in der die meisten Währungen nur auf Vertrauen basieren, ist ein Vertrauensverlust wahrscheinlicher, da eine Rückkehr z.B. zu einem verlässlichen Goldstandard nicht erwartet wird. Wird die Verlässlichkeit der Währung einmal in Frage gestellt, wird es Staaten und Zentralbanken schwer fallen, den Bürgern Vertrauen in eine solche Verlässlichkeit zu vermitteln.

### Deutschland in den 1930ern

Ähnlich wie Großbritannien im Ersten Weltkrieg versuchte sich auch das NS-Regime am Gelddrucken durch die Einführung einer neuen Währung. Hjalmar Schacht, zuerst Reichsbankpräsident und danach Reichswirtschaftsminister unter Hitler, war für die Einführung der sogenannten Mefo-Wechsel zuständig, die 1933 bis 1939 im Umlauf waren. Die Mefo-Wechsel wurden eingesetzt, um Rüstungsinvestitionen zu finanzieren, ohne sich weiter verschulden zu müssen. Die Funktionsweise war simpel: Der Staat bezahlte die Unternehmen mit Mefo-Wechseln, die diese Wechsel wiederum bei ihrer Privatbank in Reichsmark umwandeln konnten. Die Privatbanken konnten diese Wechsel dann bei der Reichsbank in Reichsmark umtauschen. Um die Banken vom Umtausch abzuhalten, wurden die Wechsel mit 4 Prozent Jahreszinssatz verzinst. Aufgrund dieser Verzinsung übernahmen die Mefo-Wechsel bald den Charakter einer zusätzlichen Währung und wurden zwischen Unternehmern oft wie eine tatsächliche Währung verwendet. Bis 1938 wurden solcherart Mefo-Wechsel im Wert von 12 Milliarden Reichsmark ausgegeben. Nachdem Schacht kurz vor seinem Rücktritt die weitere Finanzierung 1939 durch Mefo-Wechsel verhindert hatte, wurden andere Methoden eingesetzt, um Unternehmen zu bezahlen. Zum Beispiel wurden Staatsanleihen

*Ähnlich wie Großbritannien im Ersten Weltkrieg versuchte sich auch das NS-Regime am Gelddrucken durch die Einführung einer neuen Währung.*

mit halbjähriger Laufzeit ausgegeben oder Steuergutscheine verteilt. Bis nach Ende des Krieges wurden so durch Gelddrucken Investitionen getätigt. Aufgrund des Aufbaus der staatlichen Gesellschaft, die diese Mefo-Wechsel ausgab, konnten die Schulden aufgrund der Verrechnungsmethode im Staatsbudget verschleiert werden. Die fehlende Hyperinflation konnte insbesondere abgewendet werden, da sowohl Preise als auch Löhne strikt gedeckelt wurden. Diese verschiedensten Möglichkeiten zur Staatsfinanzierung wurden bis zum Ende des Krieges weitergeführt.

Reichsfinanzminister Graf Schwerin von Krosigk beschrieb in einem Brief an Hitler 1938, dass die Mefo-Wechsel zur Finanzierung der Rüstungsausgaben eingesetzt werden sollten. Womit es sich um Geldschöpfung handelte – also um das Drucken von Geld. Das Finanzministerium gab eine Art Währung aus und versuchte, den Umtausch in Reichsmark zu verhindern. Das Beispiel zeigt allerdings auch, dass die Politik einen starken Anreiz bekommt, übermäßig viel Geld auszugeben und den Bezug zu nachhaltiger Finanzpolitik aus den Augen verliert.

### Chile

Chile ist nur eines von vielen lateinamerikanischen Beispielen, die MMT-ähnliche Experimente durchgeführt hatten. Chile versuchte das Konzept in den 1970er-Jahren umzusetzen, Peru und Argentinien in den 1980ern. In Chile konnte gleichzeitig mit einem starken Anstieg des Budgetdefizits eine Explosion der Geldmenge beobachtet werden. Einer der Ökonomen hinter Salvador Allende gab sogar zu, dass die Geldpolitik das Budgetdefizit finanziert hätte. Während die staatlichen Investitionen zuerst tatsächlich Arbeitslosigkeit reduziert hatten, war dieser Erfolg nur von kurzer Dauer: Bald danach wurden die ersten Flaschenhälse in einige Sektoren sichtbar, das Vertrauen in die Währung sank und die

Bürger flüchteten aus dem Escudo. Wie oben bereits erklärt, verschwand die Nachfrage in die Währung zwar nicht völlig, weil ja die Steuern noch in der Landeswährung bezahlt werden mussten. Das Vertrauen der Bevölkerung in die Währung ging allerdings verloren, Hyperinflation war die Folge.

*Die Corona-Krise zeigt, dass sowohl Staaten als auch Zentralbanken alles daransetzen, die Folgen der Krise abzufedern.*

### MMT in der Zukunft

Die Corona-Krise zeigt, dass sowohl Staaten als auch Zentralbanken alles daransetzen, die Folgen der Krise abzufedern: Geldpolitische Programme in Billionenhöhe wurden innerhalb kürzester Zeit beschlossen. Wie Anleihenkäufe, weiter oben als QE beschrieben. Auch die Fiskalpolitik der Nationalstaaten legte mit milliardenschweren Programmen nach, wie in Österreich am Beispiel der Kurzarbeitsprogramme gesehen werden kann.

Wie die Zukunft aussehen könnte, hat Hedge-Fonds-Manager Ray Dalio in seinen Essays skizziert: Er beschreibt, dass in Zukunft kein Weg an einer stärkeren Koordination der Fiskal- und Geldpolitik vorbeiführen wird. Zusätzlich wird die Unabhängigkeit der Zentralbanken immer stärker in Frage gestellt werden. Gleichzeitig sagt er auch, dass dafür hochqualifizierte Experten notwendig wären, die nicht politisch motiviert sind. Ein System zu erstellen, indem dies möglich ist, ist schwer vorstellbar, wie auch Behauptung 1 kritisch beleuchtet.

Im Rahmen dieser Krise hat die Bank of England den Anfang gemacht und den Kauf von Staatsanleihen massiv erhöht. Während sich viele Zeitungen mit den Nachrichten überschlugen, dass die BoE nun die erste Zentralbank in dieser Krise sei, die den Staat direkt finanzieren würde, ist dies nicht ganz richtig. Die BoE hatte nämlich nur ihr bereits bestehendes QE-Programm ausgeweitet und kauft nun wieder Staatsanleihen am Sekundärmarkt zu – also nicht direkt, sondern vor allem von Banken. Dennoch gab es einen Vorstoß in Richtung direkter Staatsfinanzierung in dem dazugehörigen offiziellen Statement: Die BoE behält sich vor, in Zukunft auch am Primärmarkt einzukaufen. Dies wäre MMT und würde bedeuten, dass sie den Staat direkt finanziert.

Bisher unterscheidet sich das bestehende Programm der Bank of England aber, zumindest was die Käufe am Sekundärmarkt betrifft, kaum von dem der EZB, das auf dasselbe Rezept setzt. In der Eurozone könnte MMT jedoch nicht so einfach umgesetzt werden aus den zwei folgenden Gründen:

— Die EZB hat aufgrund ihrer rechtlichen Beschränkung der monetären Staatsfinanzierung nicht die Möglichkeit, Anleihen am Primärmarkt direkt von den Mitgliedsstaaten zu kaufen.

— Der Aufbau der EU ist für klassisches MMT ungeeignet. Wie bereits oben definiert, verlangt MMT, dass der jeweilige Staat die Währungshoheit besitzt und über sie unlimitiert Geld drucken kann. Dies ist in der Eurozone insofern nicht der Fall, als die EZB die Zentralbank der 19 Länder der Eurozone und nicht die eines einzelnen Staats ist.

Im MMT-Sprech würde dies bedeuten, dass alle Mitgliedsstaaten in einer fremden Währung, dem Euro, Schulden begeben. Während Mario Draghi's „Whatever it takes“ 2012 diese Einschränkungen reduzierte, indem er andeutete, die EZB würde jegliche Staatsanleihe bei Bedarf aufkaufen, bestehen die Einschränkungen rechtlich noch immer. Solange es keine Fiskalunion gibt, in der Finanzminister zentral Schulden eingehen können, kann es das klassische MMT nicht geben. In diesem Fall müssten klarerweise auch die Maastricht-Kriterien gelockert oder aufgegeben werden, da Budgetdefizite keine Rolle mehr spielen. In Abwesenheit eines zentralen Finanzministeriums kann es der EU somit nicht einmal theoretisch gelingen, die Inflation mit Hilfe der Steuerpolitik zu bekämpfen.

Auch die Federal Reserve darf Staatsanleihen nicht so einfach direkt von der US-Regierung kaufen. Um dies möglich zu machen, bedarf es einer Änderung des Federal Reserve Acts aus dem Jahr 1913 durch den Kongress.

Während die rechtlichen Bestimmungen, denen sowohl die EZB als auch die Fed unterliegen, natürlich jederzeit verändert werden können, würde dies nicht innerhalb der kurzen Zeit möglich sein, um die jetzige Krise bereits mit MMT bewältigen zu können. Die Veränderung der entsprechenden Mandate würde zu langwierigen, politischen Debatten führen. Insbesondere in der EU, wo Einstimmigkeit für die Änderung des Mandats notwendig wäre, ist eine rasche Umsetzung unrealistisch.<sup>4</sup>

## Wann also könnte MMT überhaupt funktionieren?

MMT ist also weitaus komplexer als vielerorts angenommen. Während MMT in der Vergangenheit z.B. in Großbritannien für einen kurzen Zeitraum durchaus erfolgreich war, muss dies nicht bedeuten, dass es in der Zukunft ebenso wäre. Mit Hinblick auf die aktuelle Corona-Krise kann MMT eine kurzfristige Möglichkeit für jene Volkswirtschaften sein, deren rechtlichen Rahmenbedingungen bereits zu MMT passen. In der Eurozone oder in den USA wäre dies allerdings auch kurzfristig nicht möglich, weil diese gesetzlichen Änderungen einen hohen Zeitaufwand und viele politische Debatten mit sich brächten. Zudem ist nie außer Acht zu lassen, dass die Geld- und die Fiskalpolitik in die Hände von Politikern gelegt werden müssten. Politiker, die regelmäßig vor der Widerwahl stehen. Wie würden sie aufkeimende Inflation mit höheren Steuern bekämpfen, wenn gerade Wahlen vor der Tür stehen?

Langfristig sollte auch die postkeynesianische Theorie, auf der MMT beruht, hinterfragt werden. Während es stimmt, dass die Mainstream-Ökonomie in vielen Bereichen als zu eingefahren wahrgenommen werden kann, sollten Faktoren wie die Erwartungshaltung der Bevölkerung im Hinblick auf Inflation nicht außen vor gelassen werden und als legitime Kritikpunkte an MMT gesehen werden. Wie mehrfach erwähnt, ist Vertrauen in die Währung und das Funktionieren des Staates entscheidend für ein Funktionieren von MMT. Daher ist eine Debatte auf Basis der Kritikpunkte unerlässlich, um auch nach der Krise eine funktionierende Geld- und Fiskalpolitik garantieren zu können. Der sicherste Weg, von den hohen Schuldenbergen wieder runterzukommen, führt in zweierlei Richtungen: Erstens, sie nicht zu hoch werden zu lassen. Und zweitens, die aufgenommenen Schulden über anspringendes Wachstum zurückzuzahlen. Dabei geht das ganz ohne Überschüsse. Es reicht, wenn die Schulden langsamer wachsen als die Wirtschaftsleistung (BIP). Staatsschulden werden in der industrialisierten Welt schließlich nicht mehr in absoluten Zahlen gemessen – sondern als Verhältnis zwischen Schuldenstand und BIP angegeben. Das ist für Politiker zwar nicht ganz so paradiesisch wie MMT – aber fast. Und deutlich weniger riskant.

<sup>4</sup> Dass eine Änderung des Mandats große politische Debatten mit sich ziehen würde, sieht man am Urteil des deutschen Bundesverfassungsgerichts vom 05. Mai 2020. In diesem hat er das QE-Programm der EZB in Frage gestellt. Da die Änderung des Mandats eine noch weitreichendere Maßnahme darstellt, ist demnach mit noch stärkerem Gegenwind zu rechnen.

## Literatur

- An MMT response on what causes inflation**, in: Financial Times, 01.03.2020
- Bank of England (2020)**. Asset Purchase Facility (APF): Additional Corporate Bond Purchases – Market Notice 2 April 2020. <https://www.bankofengland.co.uk/markets/market-notices/2020/asset-purchase-facility-additional-corporate-bond-purchases> (07.05.2020)
- Cantor, R., Packer, F. (1995)**. Sovereign credit ratings. Current issues in economics and finance, 1(3).
- Dalio, R. (2019)**. It's Time to Look More Carefully at "Monetary Policy 3 (MP3)" and "Modern Monetary Theory (MMT)" <https://www.linkedin.com/pulse/its-time-look-more-carefully-monetary-policy-3-mp3-modern-ray-dalio/> (05.05.2020)
- Edwards, S. (2019)**. Modern Monetary Theory: Cautionary Tales from Latin America. Cato J., 39, p.529.
- Ehnts, D.H., Höfgen, M. (2019)**. Modern monetary theory: a European perspective. real-world economics review, p.75.
- Giles, C., Georgiadis, P.**, Bank of England to directly finance UK government's extra spending, in: Financial Times, 09.04.2020
- Palley, T.I. (2015)**. Money, fiscal policy, and interest rates: A critique of Modern Monetary Theory. Review of Political Economy, 27(1), pp.1-23.
- Palley, T.I., (2015)**. Money, fiscal policy, and interest rates: A critique of Modern Monetary Theory. Review of Political Economy, 27(1), pp.1-23.
- Rogers, A. (2019)**. Modern Monetary Theory (MMT): The differences between theory and reality. Seeking Alpha. <https://seekingalpha.com/article/4252091-modern-monetary-theory-mmt-differences-theory-and-reality> (06.05.2020)
- Seville, C.** The big-spending economic theory pushed by AOC and others has gotten a big fact wrong, rating agency says, in: CNBC, 26.03.2019,
- Sumner, S., Horan, P. (2019)**. How Reliable Is Modern Monetary Theory as a Guide to Policy? Policy Brief, Mercatus Center – George Mason University. [https://www.mercatus.org/system/files/sumner\\_and\\_horan\\_-\\_policy\\_brief\\_-\\_how\\_reliable\\_is\\_modern\\_monetary\\_theory\\_as\\_a\\_guide\\_to\\_policy\\_-\\_v1.pdf](https://www.mercatus.org/system/files/sumner_and_horan_-_policy_brief_-_how_reliable_is_modern_monetary_theory_as_a_guide_to_policy_-_v1.pdf) (10.05.2020)
- Tymoigne, E., Wray, L.R. (2013)**. Modern money theory 101: A reply to critics. Levy Economics Institute, Working Papers Series, (778).

Herausgegeben von der Denkfabrik



[www.agenda-austria.at](http://www.agenda-austria.at)

**Herausgeber**

Dr. Franz Schellhorn

**Autoren**

Mag. (FH) Nikolaus Jilch  
Heike Lehner, MA (HSG)

**Infografiken**

Dominic Spitaler

**Agenda Austria  
Türkenstraße 25/1/10  
1090 Wien  
Austria**

**T +43 1 361 99 61-0  
office@agenda-austria.at**