



Modern Monetary Theory und Arbeitswert

Karl Czasny (Wien)

Veröffentlicht: 1. September 2024

Abstract

The first part of this text reconstructs the historical context in which Modern Monetary Theory, which originated in the USA, was able to gain a foothold in Europe. In the second part, it deals with serious shortcomings in the monetary theoretical foundations of this theory from a socio-philosophical perspective.

Resümee

Der vorliegende Text rekonstruiert in seinem ersten Teil den historischen Kontext, in dem die in den USA entstandene Modern Monetary Theory in Europa Fuß fassen konnte. Im zweiten Teil befasst er sich aus sozialphilosophischer Perspektive mit gravierenden Mängeln in den geldtheoretischen Grundlagen dieser Theorie.

Keywords/ Schlüsselwörter

Economics, social philosophy
Ökonomie, Sozialphilosophie

1 Problemstellung im historischen Kontext

1.1 Eine kopernikanische Wende

Seit dem Ausbruch der zur Zeit womöglich nur schlummernden Eurokrise erschien eine Reihe wissenschaftlicher Publikationen, die Thesen der sogenannten Modern Monetary Theory (MMT) vertreten bzw. diskutieren – letztes zum Beispiel in einem Themenheft der Zeitschrift Berliner Debatte Initial über „Neue Geldpolitik“ (Busch 2022). Zuletzt versuchten mehrere Sachbücher die geldtheoretischen und fiskalpolitischen Positionen dieser Theorie einer breiteren Leserschaft näher zu bringen – etwa:

- * Modern Monetary Theory: Eine Einführung (Ehnts 2022),
- * Die monetäre Maschine. Eine Kritik der finanziellen Vernunft (Sahr 2022) und
- * Staat Macht Geld: Modern Monetary Theory oder das Ende der schwarzen Null (Stemmer 2023).

Auch in Publikationen, die sich vorrangig anderen Fragestellungen widmen, spielen die geldtheoretischen Annahmen der MMT eine wichtige Rolle. Als Beispiel sei hier das Buch „Zentralbankkapitalismus“ (Wullweber 2021) angeführt, dessen Thema die im Untertitel genannten „Transformationen des globalen Finanzsystems in Krisenzeiten“ sind.

Die MMT entstand schon knapp vor der Jahrtausendwende in den USA als Reaktion auf das herrschende Credo der Wirtschafts- und Finanzpolitik. Dieses geht von der Existenz eines privaten Wirtschaftskreislaufs aus, in dem das Geld als Zirkulationsmittel fungiert. Der Staat müsse sich zur Erfüllung seiner Aufgaben, das in jenem Kreislauf zirkulierende Geld durch Steuern besorgen und dort, wo sie nicht ausreichen, Schulden aufnehmen.

men. Die Zentralbank habe unabhängig vom Staat zu agieren und durch ihre Zinspolitik für einen konstanten Wert des Geldes zu sorgen. Inflationäre Tendenzen müsse sie durch Anhebung der Zinsen bekämpfen, wobei der im Gefolge der Zinsanhebung auftretende Anstieg der Arbeitslosigkeit in Kauf zu nehmen sei.

Die der politischen Linken nahestehenden Schöpfer der MMT wollten solchen Fatalismus nicht hinnehmen und setzten dafür eine kopernikanische Wende in Gang, welche die eben skizzierte Sicht der Dinge auf den Kopf stellt. Aus ihrer Perspektive ist es der *Staat selbst*, der das Geld erschafft, indem er es als gesetzliches Zahlungsmittel deklariert. In den privaten Wirtschaftskreislauf gerät jenes Geld erst dadurch, dass der Staat mit seiner Hilfe Arbeiten für sich erledigen lässt. Auch die Rolle der Steuern verkehrt sich für diese Sichtweise ins Gegenteil: Sie dienen dem Staat nicht zur Beschaffung des von ihm benötigten Geldes. Vielmehr stellt die Steuerpflicht bloß sicher, dass die Akteure des privaten Sektors das ihnen im Zuge von Staatsaufträgen bezahlte Geld als Zahlungsmittel akzeptieren, weil sie damit ihre Steuern bezahlen können.

Der für die Linke wesentliche Aspekt dieser neuen Sicht auf das Geld besteht in dem viel *größeren Spielraum für staatliche Budgetdefizite*. Sie dürfen zwar auch aus Sicht der MMT nicht beliebig groß werden, weil in diesem Fall die produktiven Kapazitäten der jeweiligen Volkswirtschaft überfordert würden und eine nachfrageinduzierte Inflation entstünde. Mit entsprechender Unterstützung durch die ihre Geldschleusen öffnenden Notenbanken könnten (und sollten!) die Defizite jedoch stets bis zur Auslastung aller vorhandenen materiellen und personellen Ressourcen der Volkswirtschaft anwachsen. Damit wäre nicht nur Massenarbeitslosigkeit ein Problem von gestern. Es bestünden darüber hinaus auch gute Chancen, die vom neoliberalen Steuersenkungs-, Einsparungs- und Privatisierungsfuror zerstörten Strukturen der öffentlichen Daseinsvorsorge zu rekonstruieren und die im Zuge der anstehenden gesellschaftlichen Transformationen erforderlichen Investitionen zu tätigen.

In Europa gewann diese dem *Postkeynesianismus*¹ nahe stehende Position erst im Zug der Eurokrise an Bedeutung. Auf deren Ausbruch hatte die Europäische Union noch mit den von der Mainstream-Ökonomie empfohlenen Methoden reagiert. Als dann aber immer deutlicher wurde, dass dieses Vorgehen die Handlungsfähigkeit der Staaten entscheidend verringert, die Gefahr eines Zerbrechens der Währungsunion erhöht und die soziale Spaltung der Gesellschaft weiter vertieft, wuchs die Bereitschaft, sich mit dem in den USA entstandenen neuen Paradigma anzufreunden. Und so spiegeln die wirtschafts- und finanzpolitischen Interventionen im weiteren Verlauf der Euro-Krise und in der ihr unmittelbar folgenden Corona-Krise einen zunehmenden Einfluss der von der MMT propagierten Sicht auf das Geld.

1.2 Eurokrise

Die Krisenanfälligkeit des Euro war schon in schweren Konstruktionsmängeln der europäischen Währungsunion angelegt, wurde aber erst im Gefolge der weltweiten Finanzkrise zum Problem. Der größte Geburtsfehler des Euro ist die fehlende Berücksichtigung der wirtschaftlichen Ungleichgewichte zwischen den Euro-Ländern. Denn die von der Europä-

¹ Da man innerhalb der breiten Palette keynesianischer Positionen mehrere, immer wieder unterschiedlich benannte Hauptströmungen unterscheidet, sei hier präzisiert, dass das vorliegende Papier unter „Postkeynesianismus“ jene linksorientierte Lesart von Keynes versteht, die sich immer schon in Opposition zur jeweils herrschenden Mainstream-Ökonomie befand – auch bereits in den 1950er Jahren, als der Keynesianismus in Gestalt der „neoklassisch-keynesianischen Synthese“ selbst noch am Ruder war (Walterskirchen 2016).

ischen Zentralbank (EZB) mit einheitlicher Zins- und Geldpolitik gesteuerte gemeinsame Währung verunmöglicht es den wirtschaftlich schwächeren Staaten, ihre Mängel mit entsprechender Währungs politik zu kompensieren. Diese Schwierigkeit hätte behoben werden können durch die Etablierung einer gemeinsamen Wirtschafts- und Finanzpolitik mit Möglichkeiten des Ausgleichs zwischen ökonomisch stärkeren und schwächeren Staaten und einer kollektiven Haftung für die Staatsverschuldung. Man verweigerte jedoch solche Schritte in Richtung auf einen europäischen Staat und tolerierte darüber hinaus im Euroraum die Koexistenz von *zwei gegensätzlichen Wachstumsmodellen*, deren fatales Zusammenspiel die von Anfang an bestehenden ökonomischen Ungleichgewichte immer mehr vertiefte.

Eines der beiden Modelle praktizierte Deutschland, das wirtschaftlich stärkste Land der Eurozone. Es verzichtete schon seit der Jahrtausendwende auf eine Anhebung der Löhne im Gleichschritt mit Inflation plus Produktivitätsanstieg und konnte den daraus resultierenden Einbruch der Inlandsnachfrage durch aggressive Exporte mehr als wettmachen. Fast die Hälfte dieser Exporte (44%) ging in die Eurozone, wobei die deutschen Exportschlager ihre wichtigsten Märkte genau dort fanden, wo ein gegensätzliches Wachstumsmodell dominierte. Es handelte sich dabei um Staaten wie etwa Griechenland, Spanien und Portugal, wo steigende Reallöhne und zunehmende Verschuldung der privaten und öffentlichen Haushalte für boomende Inlandsnachfrage sorgten. Die verhängnisvolle Verknüpfung der beiden Wachstumsmodelle erstreckte sich aber nicht nur auf komplementäre Entwicklungen beim Außenhandel und der Lohnpolitik, sondern erfasste auch die Finanzströme. Ein großer Teil der dem Lohndumping geschuldeten Gewinne des deutschen Kapitals floss nämlich nicht Inlandsinvestitionen, sondern landete über Zwischenstationen im deutschen Finanzsektor bei den Banken der Importstaaten, sodass die dort wachsende Verschuldung auch zu einem potentiellen Problem der deutschen Banken wurde.

Dass dieses potentielle Problem schließlich schlagend wurde, ist eine unmittelbare Folge der von den USA ausgehenden Finanzkrise. Denn die europäischen Banken waren stark in die US-Kreditblase verwickelt und mussten bei deren Platzen mit Milliardenhilfen der Europäischen Regierungen gerettet werden. Weitere Milliardenspritzen waren dann nötig, um die im Verlauf der Finanzkrise in Schockstarre verfallene Wirtschaft anzukurbeln. Vor allem jene Staaten, die schon vor der Finanzkrise im Zusammenhang mit dem skizzierten innereuropäischen Wirtschaftsgefälle relativ hohe Budgetdefizite hatten, erreichten damit ein so hohes Verschuldungsniveau, dass die Ratingagenturen ihre Anleihen auf Ramschniveau herabstufte. Das war Startschuss für die Eurokrise, denn nun stiegen die Zinsen der von diesen Staaten benötigten neuen Anleihen so stark an, dass ihre weitere Finanzierung ohne externe Unterstützung durch die übrigen Euroländer nicht mehr möglich war.

1.3 Ausgangslage beim Kampf gegen die Krise

Die Reaktionen auf die Eurokrise waren von Anfang an Gegenstand heftiger Auseinandersetzungen zwischen *zwei Lagern*:

Das eine sah die Schuld am Ausbruch jener Krise bei den am stärksten von ihr betroffenen Ländern. Dort hätten sich sowohl die Privathaushalte als auch die Staaten zu stark verschuldet, und nun sollte man in jenen Ländern den Gürtel gefälligst enger schnallen.

Das andere Lager verwies darauf, dass

- * die wirtschaftlich starken Exportnationen von der übermäßigen Verschuldung der schwächeren Importnationen profitiert hätten,
- * das brutale Gürtel-enger-schnallen nicht wieder gut zu machende Schäden in den sozialen und politischen Systemen der betreffenden Gesellschaften anrichten würde

* und die gesamtwirtschaftliche Dynamik der EU von einem auf breiter Front einsetzenden Sparen äußerst negativ betroffen wäre.

Aus all diesen Gründen sei eine kollektive Lösung des Problems anzustreben. In deren Kontext solle man die bestehenden und künftigen Schulden gemeinsam schultern und zugleich damit eine Koordination und kollektive Kontrolle der von den einzelnen Staaten betriebenen Wirtschafts- und Finanzpolitik etablieren. Diese sei in Summe expansiv anzulegen, damit sich Euroland in seiner Gesamtheit aus der Krise „herausinvestieren“ könne.

Da in Europa alle wirtschafts- und finanzpolitischen Kämpfe auf *drei Entscheidungsebenen* zugleich ablaufen, führte diese im Grunde recht simple Polarität der Denkansätze letztlich zu einem hochkomplexen Gesamtergebnis des politischen Handelns. Denn diese Ebenen mussten sich jeweils abstimmen bzw. aufeinander reagieren, bis schließlich jene Abfolge von Maßnahmen resultierte, mit der die Eurozone im Rahmen eines mehrstufigen Prozesses auf das sich nun entfaltende Krisengeschehen reagierte.

Bei der *ersten* jener drei Entscheidungsebenen handelt es sich um die einzelnen Staaten der Eurozone. Hier entsprachen die beiden skizzierten Gegenpositionen in groben Zügen überall dem klassischen Rechts-Links-Schema, sodass also die jeweiligen Parteien und Organisationen des bürgerlichen und liberalen Lagers zum Gürtel-enger-schnallen tendierten, während Gewerkschaften und Arbeitnehmerparteien eher eine Vergemeinschaftung der Schulden anstrebten. Die in den nun anschließenden Jahren immer mehr Zulauf gewinnenden Rechtspopulisten folgten in allen Staaten den kaum auf einen gemeinsamen europäischen Nenner zu bringenden Parolen „Schuld sind die anderen, insbesondere die EU-Bürokratie.“ und „Zahlen sollen alle anderen, nur nicht wir“.

Die *zweite* Entscheidungsebene ist bei den Brüsseler Institutionen angesiedelt, und hier verteilten sich die alternativen Konzepte zu beiden Seiten einer geographischen Scheidelinie. Die vom Staatsbankrott bedrohten südlichen Eurostaaten setzten schon aus purem Selbsterhaltungstrieb auf das kollektive Problemlösungsmuster und scharten sich um die seit 2012 sozialdemokratisch regierte und daher nun ebenfalls diesem Problemlösungsmuster verpflichtete Führungsmacht Frankreich. Die übrigen Eurostaaten folgten dagegen der vom deutschen Sparmeisterduo Merkel-Scheuble vorgegebenen Linie.

Die *dritte* Entscheidungsebene ist bei der EZB, dem in Frankfurt am Main residierenden geldpolitischen Zentrum der EU angesiedelt. Weil sich vor allem in den ersten Phasen des Krisengeschehens in Brüssel der deutsche Sparkurs mit all seinen hochproblematischen Effekten für die Wirtschaftsdynamik und den sozialen Zusammenhalt in der gesamten Eurozone sehr weitgehend durchsetzte, gewann das eigenständige Agieren der formal unabhängigen EZB im weiteren Verlauf der Krise große Bedeutung. Zwar dominierte bei deren Ausbruch auch in der EZB das deutsche Stabilitätsdogma. Mit dem Ende 2011 vollzogenen Wechsel an der Spitze der Bank zum italienischen Ökonomen Mario Draghi profilierte sich die EZB dann aber trotz hinhaltenden Widerstands aus Berlin sehr bald als wirkungsmächtiges Korrektiv für die von den Brüsseler Institutionen gesetzten Maßnahmen.

1.4 Verschärfung der Krise durch Sparen

Die ersten Rettungsaktionen für die in Not geratenen Staaten bestanden noch aus bilateralen Notkrediten der Euro-Staaten sowie des Internationalen Währungsfonds (IWF) und schlossen auch erhebliche *Forderungsverzichte* der privaten Gläubiger (Banken und Institutionelle Anleger) ein. Letzteres wollte man in Hinkunft unbedingt vermeiden und so rang man sich schließlich 2012 zur Einrichtung eines dauerhaften *Rettungsschirms*, genannt *ESM* (Europäischer Stabilisierungsmechanismus), durch.

Die ursprünglich ins Auge gefasste Erteilung einer Banklizenz an den ESM scheiterte am Einspruch Merkels, die damit verhinderte, dass sich der Rettungsschirm direkt bei der

EZB Geld leiht, um es dann an die Krisenstaaten weiter zu reichen. Der ESM muss sich daher auf den Finanzmärkten finanzieren, wobei die Mitgliedsstaaten der Eurozone für seine Schulden haften. Die EZB selbst kann nur indirekt unterstützend eingreifen, indem sie auf dem Sekundärmarkt die vom ESM ausgegebenen Anleihen erwirbt, was zur Stabilisierung der Zinssätze dieser Anleihen beiträgt. Um Hilfe durch den ESM zu erhalten, mussten die Krisenstaaten, allen voran das besonders tief in der Patsche steckende Griechenland, äußerst schmerzhaft Schritte zur Haushaltskonsolidierung setzen. Zug um Zug überwies man ihnen dann die dringend benötigten Mittel, die sie zum allergrößten Teil direkt an die privaten Gläubiger weiterleiteten. Im Fall von Griechenland waren dies etwa 75% aller Hilfgelder. Letztere hatten somit primär den Stellenwert einer *Gläubigerhilfe* und fungierten nur am Rande als Unterstützung der von den Konsolidierungsmaßnahmen betroffenen Bevölkerung.

Sparen sollte man aber auf Drängen Deutschlands nicht nur in den Krisenstaaten der Eurozone, sondern in der gesamten Europäischen Union. Der Europäische Rat schloss daher 2012 begleitend zur Errichtung des Schutzschirms eine *Verschärfung* des schon bei der Geburt des Euro geschlossenen *Stabilitäts- und Wachstumspakts*. Dieser hatte die Mitgliedsländer prinzipiell zu einer Neuverschuldung von maximal 3% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) und einem Schuldenstand von maximal 60 % des BIP verpflichtet. Da sich davor nicht alle Staaten an diese Bestimmungen gehalten hatten, einigte man sich mit dem nunmehr beschlossenen *Europäischen Fiskalpakt* (vulgo „Sparpakt“) darauf, in den nationalen Gesetzgebungen eine von der EU-Kommission kontrollierte und mit automatischen Sanktionen verknüpfte *Schuldenbremse* zu verankern, welche die Mitgliedsstaaten zu noch strengerer Budgetdisziplin zwingen sollte. Sie trug in der Folge wesentlich zur Verringerung der wirtschaftlichen Dynamik in der gesamten Europäischen Union bei und erwies sich damit letztlich als Hemmschuh im Kampf gegen die Euro-Krise.

Sehr deutlich zeigt sich das bei einem Vergleich mit der ökonomischen Entwicklung der USA seit dem Höhepunkt der Finanzkrise bis zum Jahr 2017: Dort sank die Arbeitslosenrate im genannten Zeitraum von 9,6% auf 4,9%, während das BIP pro Kopf um 19,6% stieg. In der Eurozone verharrte demgegenüber die Arbeitslosenrate unverändert bei 9,6%, wogegen das BIP pro Kopf nur um 11,1% wuchs. Die Erklärung für diesen Unterschied liegt im verzweifelten Bemühen der Eurostaaten um eine möglichst geringe Staatsschuldenquote. Die stieg nämlich in den USA um fast 17 Prozentpunkte, während sie in der Eurozone nur um gut 7 Prozentpunkte wuchs. (Lingens 2017)

Vor allem in den Zentren der Eurokrise entfaltete die Schuldenbremse verheerende Auswirkungen und vertiefte die ohnehin vorhandene Kluft zum reicheren Norden. Denn jene im Süden Europas gelegenen Staaten verzeichneten nach 2009 durchwegs bedeutende Beschäftigungsrückgänge! Abgesehen von diesem verhängnisvollen ökonomischen Effekt erwies sich die Schuldenbremse hier als eine Steilvorlage für den Rechtspopulismus, hinderte sie doch die betreffenden Staaten an einer sozialen Abfederung der zum Teil dramatischen Lohnkürzungen.

1.5 Zaghafte Umdenken

Erst zehn Jahre nach dem Ausbruch der Eurokrise, nämlich im Verlauf der COVID-19-Pandemie, zeigten sich dann im Agieren der EU Anzeichen einer strategischen Neuorientierung bei der Art der Krisenbewältigung. Zum einen beschloss man nun eine *vorübergehende Aussetzung der Defizitregeln* des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Sie sollte es den Mitgliedstaaten ermöglichen, zusätzliche finanzielle Mittel aufzunehmen, ohne damit einen Verstoß gegen die EU-Haushaltsregeln zu begehen. Zum anderen umfasste das jetzt startende Corona-Hilfsprogramms („Next Generation EU“) nicht mehr bloß Notkredite zur unmit-

telbaren Verhinderung von Staatsbankrotten. Die nunmehr vergebenen Darlehen und Zuschüsse verfolgten weiter gesteckte, *den engen Horizont sturer Austeritätspolitik überschreitende Ziele*. Denn sie sollten die wirtschaftliche Erholung aus der COVID-19-Pandemie beschleunigen und gezielte Investitionen in Bereichen wie der Digitalisierung, der grünen Infrastruktur und des sozialen Zusammenhalts finanzieren. Die Gelder für dieses Programm wurden so wie schon im Fall des ESM durch die EU-Kommission bereitgestellt, die zu diesem Zweck wieder entsprechende Mittel auf den Finanzmärkten im Namen der EU als Ganzes aufnahm, wobei die EU-Mitgliedstaaten gemäß ihrem Anteil am EU-Haushalt für die Rückzahlungen haften.

Im Vergleich zur viel entschlosseneren Reaktion der USA auf den Corona-Schock ist das alles aber noch immer sehr zögerlich. Denn die Schuldenbremse wurde ja nur vorübergehend gelockert und auch das Volumen des nun beschlossenen Hilfsprogramms kann sich nicht annähernd mit dem des entsprechenden US-Hilfspakets messen. Während jener „American Rescue Plan Act of 2021“ ganze 1.900 Milliarden US-Dollar umfasst, legt die EU mit ihrem Corona-Hilfsprogramm bloß 724 Mrd. Euro in die Waagschale.

Trotz ihrer Zaghaftheit zeigt diese Reaktion der EU, dass in den letzten Jahren nun auch in Europa ein wirtschafts- und finanzpolitisches Umdenken einsetzt. Es wurde nicht nur durch die zum Teil heftigen Auseinandersetzungen in den einzelnen Mitgliedsstaaten befeuert, sondern erhielt auch von internationalen Organisationen wie dem IWF wesentliche Impulse. Während nämlich das Agieren der EU-Kommission sehr stark von den Standortinteressen der vom allgemeinen Sparen profitierenden Führungsmacht Deutschland beeinflusst wird, vertreten die internationalen Organisationen die Interessen des *globalen Kapitals*. Und auf dieser Ebene des kapitalistischen Weltsystems ergibt allgemeines Sparen langfristig keinen Sinn: Wenn alle immer nur das Modell-Deutschland (Lohnzurückhaltung plus Austerity) praktizieren, kippt jenes System schnell in eine Dauerdepression.

Eine nicht zu unterschätzende Rolle bei diesem Umdenken spielte auch die Modern Monetary Theorie. So fanden etwa einige ihrer zentralen Motive und Gedanken Eingang in ein von Larry Summers, dem ehemaligen US-Finanzminister, und Olivier Blanchard, dem ehemaligen Chefökonom des Internationalen Währungsfonds (IWF), veröffentlichtes Papier zur Diskussion über Möglichkeiten und Grenzen der Staatsverschuldung. Dieser unter dem Titel „Rethinking Stabilization Policy: Evolution or Revolution?“ publizierte (Blanchard/Summers 2017) und von den politischen Entscheidungsträgern aufmerksam gelesene Text forderte ein Überdenken der traditionellen Annahme, dass Staaten durch ihre Verschuldung relativ bald an eine Grenze stoßen.

Keiner der beiden Autoren teilte die Positionen der MMT uneingeschränkt. Summers Bedenken hinsichtlich der langfristigen Tragfähigkeit einer expansiven Fiskalpolitik waren bekannt, und auch Blanchard hatte sich schon kritisch zu einigen Aspekten der MMT geäußert, insbesondere zu ihrer Annahme, dass Staaten mit eigener Währung äußerst große finanzielle Spielräume besäßen. In ihrem gemeinsamen Papier betonten sie aber, dass die Möglichkeiten für eine die wirtschaftliche Stabilität nicht gefährdende zusätzliche Staatsverschuldung in einer Umgebung mit niedrigen Zinssätzen, schwacher Nachfrage und niedriger Inflation größer seien, als derzeit vielerorts angenommen. Weil unter diesen Bedingungen das Anwachsen der Ausgaben für die Zinsen unter dem zu erwartendem Wirtschaftswachstum liege, würde der Schuldenstand im Verhältnis zur Wirtschaftskraft automatisch sinken. Rückblickend war dies ein in der damaligen Situation sehr wichtiger Beitrag zur Verbreiterung der Diskussion über die Rolle expansiver Fiskalpolitik insbesondere in Zeiten wirtschaftlicher Krisen.

1.6 Whatever it takes

Die Europäische Zentralbank reagierte früher und entschlossener auf die Eurokrise als die übrigen EU-Institutionen. Um zu verstehen, wie es dazu kam, muss man sich zunächst vergegenwärtigen, dass die Zentralbanken seit der Finanzkrise generell eine wesentlich wichtigere und vor allem selbständigere Rolle spielen als in den dieser Krise vorangehenden Jahrzehnten - und das aus gutem Grund:

Spätestens seit den 1990er-Jahren war allgemein bekannt, dass sich in der globalen Finanzwirtschaft *gewaltige systemische Risiken* aufgebaut hatten. Im Zentrum dieser hochgefährlichen Entwicklungen stand die allmähliche Verschmelzung des Geld- und Kreditwesens mit dem Sektor der Kapital- und Geldmärkte. Davor hatte man den durch die Banken bespielten Geld- und Kreditsektor durch umfangreiche staatliche Regulierungen und Sicherheitsvorkehrungen weitgehend stabil gehalten, während die den anderen Sektor beherrschenden Finanzakteure - Stichwort 'Schattenbanken' - keiner staatlichen Regulierung unterworfen waren und private Sicherheitsnetze entwickelt hatten. Als dann ab den achtziger Jahren im Gefolge neoliberaler Deregulierungen beide Sektoren zusammenwuchsen, konnten Krisen auf den Kapital- und Geldmärkten jederzeit mit potenziell katastrophalen Folgen auch auf den Bankensektor durchschlagen. Außerdem wurde klar, dass die auf besicherten Krediten fußenden privaten Sicherheitsvorkehrungen der Schattenbanken einer solchen umfassenden Systemkrise nicht gewachsen waren.

Als die befürchtete Krise tatsächlich ausbrach, wurden von den Zentralbanken *gigantische Auffangnetze* für das gesamte Finanzsystem gespannt und *neuartige Notfallinterventionen* praktiziert. Im Zuge der anschließenden Krisen um den Euro und die Pandemie entwickelten sie diese Sicherheitsstrukturen dann weiter, sodass sie mittlerweile dauerhafte Elemente unseres (para-)staatlichen Institutionenensembles darstellen. (Wansleben 2022) Die Zentralbanken selbst wuchsen dadurch in die Rolle von selbständig agierenden Rettern und Garanten des marktliberal umgestalteten Finanzsystems hinein. Die übrigen Akteure der economic governance müssen diese neuen machtvollen Player wohl oder übel akzeptieren, da die jederzeit möglichen Krisen jenes nunmehr durch engste Verflechtung von Banken und Schattenbanken charakterisierten Systems nur durch sie bewältigt werden können. Besitzen doch sie allein die Fähigkeit zur grenzenlosen Vermehrung des im jeweiligen Währungsraum allseits akzeptierten Zahlungsmittels.

Die Notenbank der Vereinigten Staaten von Amerika, das sogenannte Federal Reserve System (Kurzbezeichnung: Fed), übernahm als Hüterin der Welt-Leitwährung bei dieser globalen Entwicklung eine Pionierfunktion. Sie war es etwa, die als erste schon im Zuge der Finanzkrise in die Rolle des sogenannten *Händlers der letzten Instanz* (Dealer of Last Resort) schlüpfte und in Schwierigkeiten geratenen Finanzakteuren ihre Ramsch-Papiere abkaufte, um sie mit der von ihnen dringend benötigten Liquidität zu versorgen. Die EZB konnte sich zu diesem Schritt dann erst im Zuge der Covid-Krise entschließen und agierte wegen ihrer schwierigen Stellung im bereits skizzierten europäischen Spannungsfeld unterschiedlicher nationaler Interessen und Strategien generell zaghafter. So senkte die Fed die Leitzinsen im Zuge der Finanzkrise noch radikaler als die EZB und war ihr auch bei der Krisenbewältigung durch Ingangsetzung zusätzlicher Geldschöpfung weit voraus. Sie startete mit ihrer diesem Zweck dienenden quantitativen Lockerung (quantitative easing, kurz: QE)² bereits 2008, während die EZB wegen des Widerstands einzelner Mitgliedsländer der

² Beim QE kauft die Zentralbank private oder öffentliche Wertpapiere von den Geschäftsbanken auf. Dadurch werden die Banken mit zusätzlichem Zentralbankgeld versorgt, wodurch sie in der Folge ihre eigene, durch die Vergabe von Krediten erfolgende Geldschöpfung ausweiten können.

EU, insbesondere Deutschlands, erst ab Anfang 2015 ein vollwertiges QE-Programm in Gang brachte.

Befand sich somit die EZB in Relation zur Fed in der Rolle des Nachzüglers, so hatte sie im Vergleich zu den übrigen EU-Institutionen beim Versuch, die tiefgreifenden Verwerfungen der kapitalistischen Ökonomie durch Notfallinterventionen und wirtschaftsbelebende Maßnahmen zu bekämpfen, die Funktion eines Vorreiters. Sie schnürte etwa schon in der Anfangsphase der Staatsschuldenkrise, also bereits vor den ersten Notkrediten des IWF und der EU, durch die Vergabe sogenannter Target-Kredite an die Zentralbanken der Krisenstaaten ein erstes heimliches Hilfspaket.³ Denn bereits damals war es in jenen Staaten zu erheblicher Kapitalflucht mit entsprechend großen Ungleichgewichten in den Zahlungsbilanzen gekommen. Mit den Target-Krediten half die EZB den betreffenden Staaten ihren Geldkreislauf in Schwung zu halten und leistete damit einen wichtigen Beitrag zur Stabilisierung der Finanzmärkte und zur Aufrechterhaltung der Liquidität im Euroraum.

Der nächste entscheidende Schritt der EZB zur Bewältigung der Eurokrise erfolgte dann auf deren Höhepunkt, im Sommer des Jahres 2012. Damals herrschte auf den Finanzmärkten eine äußerst nervöse Stimmung, welche die Zinsen für die Anleihen der Krisenstaaten noch weiter in die Höhe zu treiben drohte. In dieser kritischen Situation äußerte der damalige Präsident der EZB, Mario Draghi in einer in London gehaltenen Rede seine Bereitschaft, was auch immer nötig sei („Whatever it takes“) zu tun, um den Euro zu verteidigen und die Stabilität der Eurozone sicherzustellen. Das wurde von den Finanzakteuren als Selbstverpflichtung der EZB interpretiert, notfalls unbegrenzt Anleihen von krisengeplagten Eurozone-Ländern zu kaufen, um die Finanzmärkte zu beruhigen und die Zinsen zu senken. Und allein der allgemeine Glaube an die Ernsthaftigkeit dieser Selbstverpflichtung führte dann tatsächlich zu dem von Draghi angestrebten Beruhigungseffekt.

Das unmittelbare Auseinanderbrechen der Eurozone konnte damals zwar verhindert werden, ihre strukturellen Probleme bestanden aber weiter und wurden verschärft durch das allgemeine öffentliche Sparen. Mit weiteren Senkungen der Leitzinsen bis unter die Nulllinie und der erst zögerlich, ab 2015 aber energisch betriebenen quantitativen Lockerung (QE) versuchte die EZB in der Folge die Wirtschaft der Eurozone anzukurbeln und die in einigen Ländern auftretenden Deflationstendenzen zu bekämpfen. Wie der bereits oben skizzierte Vergleich mit den Auswirkungen der US-amerikanischen Budget- und Geldpolitik zeigt, konnte sie aber mit diesen Bemühungen die destruktiven Effekte der von den Eurostaaten betriebenen Austeritätspolitik nur mildern und nicht übertreffen.

1.7 Oder doch lieber expansive Budgetpolitik?

In Summe pumpen die Zentralbanken durch ihre Politik der quantitativen Lockerung seit der Finanzkrise gigantischen Geldmengen in die Weltwirtschaft, wobei sie ihre Bilanzen bis zum Jahr 2020 jeweils vervielfachten! (Wullweber 2021: 18.) Das Problem dabei: Diese Maßnahme steuert ihr Ziel der Wirtschaftsbelebung nur auf sehr *indirektem* Weg und unter Inkaufnahme von zum Teil völlig *unkontrollierbaren stabilitätsgefährdenden Nebeneffekten* an.

³ Da die fünf am stärksten verschuldeten Staaten der Eurozone damals ausländischen Kredit nur noch zu horrenden Zinsen bekamen, nahm die EZB bei der deutschen Bundesbank Kredite in entsprechender Höhe auf und gab sie an die Krisenstaaten weiter. Man spricht dabei von Target-Krediten, weil Target die Abkürzung für den Namen des Systems des internationalen Zahlungsverkehrs im Euro-Raum ist (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System). 2011 betrug das Gesamtvolumen der unter diesem Titel laufenden Schulden der fünf Krisenstaaten bei der EZB mehr als 300 Milliarden Euro.

Zunächst muss man sich klarmachen, dass Geschäftsbanken das Geld, mit dem ihnen die Zentralbank Anleihen abkauft, nicht unmittelbar über Privatkredite weiter in die Wirtschaft leiten. Der Kreislauf des Zentralbankgeldes ist vielmehr in sich *geschlossen* und nur indirekt mit der Geldzirkulation in der Wirtschaft verknüpft. Diese Verknüpfung besteht darin, dass die Banken mithilfe des beim Anleihenverkauf eingenommenen Zentralbankgeldes ihre Mindestreserven bei ihrer jeweiligen Zentralbank aufstocken können. Das ermöglicht ihnen in weiterer Folge eine entsprechende Ausweitung der eigenen Kreditvergabe, da das Guthaben einer Bank bei ihrer Zentralbank einen bestimmten Mindestanteil am Gesamtvolumen der von ihr vergebenen Kredite nicht unterschreiten darf (Stichwort 'Mindestreservesatz').

In welchem Maße die Banken jene durch das QE eröffnete Möglichkeit zu verstärkter Vergabe von Krediten für wirtschaftsbelebende Konsum- und Investitionsaktivitäten nutzen, hängt einerseits von ihrer eigenen Geschäftspolitik und andererseits von der *Nachfrage* nach solchen Krediten ab. Letztere ist aber in Zeiten schwächelnder Realwirtschaft eher gering. Denn die privaten Haushalte haben in dieser Situation Angst sich zu verschulden und Unternehmen, die keine Chance für rentable Investments sehen, sind auch durch Null-Zinsen nicht zur Aufnahme von Investitionskrediten zu verlocken. Viel eher gestattet der leichtere Zugriff auf extrem billiges Geld unter derartigen Rahmenbedingungen das längere Überleben von unproduktiv gewordenen Zombiefirmen und die Praktizierung von Unternehmensmodellen, die von vornherein nur auf der Basis von Niedrigzinsen funktionieren (Stichwort: Signa).

Tatsächlich blieb im Gefolge der Eurokrise die Vergabe von Krediten mit einer die Realwirtschaft stärkenden Funktion weit hinter der Ausweitung der Menge des Zentralbankgeldes durch die EZB zurück. Das bedeutet aber nicht, dass das von ihr im Rahmen des QE ins Spiel gebrachte Zentralbankgeld völlig wirkungslos verpuffte. Es führte sogar zu einer sehr starken zusätzlichen Kreditvergabe mit entsprechend starkem Wachstum der im Euroraum zirkulierenden Geldmenge. Und die hatte schon vor der Finanzkrise wesentlich stärker als das reale BIP zugenommen. War letzteres zwischen 1998 und 2008 um rund 25% gestiegen, so hatte sich das im Euroraum zirkulierende Geld⁴ im genannten Zeitraum um 123% vermehrt. Nun bewirkte die expansive Geldpolitik der EZB eine ungebrochene Fortsetzung dieses Trends. Sehr große Teile des zusätzlichen Geldes flossen aber, wie bereits angedeutet, nicht in produktive Investitionen. Sie dienten vielmehr dem Erwerb von Vermögenswerten auf den Aktien- und Immobilienmärkten, wo sie zur Entstehung riesiger Vermögenspreisblasen beitrugen. Vor allem im Immobiliensektor hatte das verheerende soziale und ökonomische Folgen. Denn hier machte der durch die zusätzliche Nachfrage betuchter Investoren verursachte Anstieg der Boden-, Haus- und Wohnungspreise sowie der Mieten und Baukosten das Wohnen in unseren Städten zunehmend unleistbar (Czasny 2023).

Bei der Betrachtung der Auswirkungen der expansiven Geldpolitik der Zentralbanken ist ferner zu beachten, dass heutzutage ein bedeutender Teil des Kreditgeschäfts nicht über herkömmliche Bankkredite sondern über Rückkaufvereinbarungen, sogenannte Repos, abläuft. Sie stellen das zentrale Instrument der Kreditvergabe im Schattenbankensystem dar. Bei dieser Form der Geldschöpfung verkauft der Liquidität benötigende Kreditwerber Wertpapiere, um sie später zu einem schon beim Verkauf festgesetztem Preis (plus Zinsen) wieder zurückzukaufen. Da die seit der Finanzkrise von den Zentralbanken betriebene quantitative Lockerung nicht nur die Vergabe herkömmlicher Bankkredite stimulierte, son-

⁴ Vgl. profil, 17.10.2016; gemeint ist hier die in den Statistiken unter der Kurzbezeichnung „M3“ erfasste Menge an Bargeld, Buchgeld und kurzfristigen Verbindlichkeiten.

dern auch der über Repos laufenden Geldschöpfung einen An Schub erteilte, brachte sie zusätzliche Unsicherheit und Krisengefahr ins Finanzsystem. Denn zum einen dienen die Repos häufig der Finanzierung kurzfristiger Spekulationsgeschäfte und zum anderen ist der Wert des durch Repos erzeugten „Schattengelds“ (Wullweber 2021: 88) weniger gut abgesichert als jener des beim herkömmlichen Bankkredit geschöpften Giralgelds. Während nämlich dessen Wert durch die jeweilige Zentralbank garantiert wird, stehen hinter dem Wert des Schattengeldes nur die höchst krisenanfälligen privaten Sicherheitsnetze des Schattenbanksektors.

Die Zentralbanken vergrößerten aber mit ihrer von Notinterventionen flankierten expansiven Geldpolitik nicht nur die Spielräume zur Entstehung neuer destabilisierender Finanzprozesse. Vielmehr stützte und verstärkte ihr Agieren auch die durch die neoliberale Umgestaltung der Wirtschaft in die Wege geleitete Umverteilung von unten nach oben. Denn es stärkte letztlich die Position der von den Krisen bedrohten großen Finanzakteure und ließ ihre Vermögen weiter wachsen. So stieg das globale Finanzvermögen aller Finanzinstitute (von den Zentralbanken, über die privaten Banken und öffentlichen Finanzinstitute bis hin zu den Schattenbanken) in dem von quantitativer Lockerung geprägten Zeitraum zwischen 2013 und 2018 jährlich um gut 5%, wobei die Schattenbanken mit einem jährlichen Plus von nahezu 6% am meisten profitierten (Wullweber 2021: 246, Tab. 5). Abgesehen davon hat nur ein kleiner Teil der Bevölkerung Zugang zu den durch die quantitative Lockerung begünstigten Vermögenswerten im Immobilien- und Aktienbereich. Im besonderen Ausmaß gilt dies für die Unternehmensbeteiligungen: Im eben genannten Zeitraum besaßen in Deutschland nur rund 7% der Haushalte Aktien, in Österreich gar bloß 3%. Kurz gesagt: „Die Quantitative Lockerung ...(hat) die Reichen noch reicher gemacht“ (Wullweber 2021: 245) und die Kluft zwischen ihnen und der Mehrheit der Bevölkerung weiter vergrößert.

Berücksichtigt man all diese Nebeneffekte der expansiven Geldpolitik kann man gut verstehen, warum sich im Gefolge der Eurokrise immer mehr Ökonom*innen für die Thesen der Modern Monetary Theory erwärmten. Denn aus deren Perspektive wäre es angesichts der damals nahe der Nulllinie und sogar darunter liegenden Zinsen keinerlei Problem gewesen, wenn die Zentralbanken das bis heute geltende Gebot der strikten Trennung von Geld und Finanzpolitik missachtet hätten und anstelle ihrer quantitativen Lockerungsprogramme dazu übergegangen wären, zusätzliches Geld direkt in die Wirtschaft zu pumpen. Konkret hätte das bedeutet, dass sie Staatsanleihen nicht bloß auf den Sekundärmärkten sondern *bei den Staaten selbst* kaufen. In der Folge hätte man ohne Zwischenschaltung von Kreditmärkten und privaten Investoren ganz gezielt produktive wirtschaftliche Aktivitäten ankurbeln, Arbeitsplätze schaffen und soziale Bedürfnisse erfüllen können, indem man in die technische Infrastruktur, ins Bildungs- und Gesundheitswesen sowie in andere von m.o.w. großen Investitionsrückständen gekennzeichnete Sektoren investiert.

1.8 Geldschwemme und Inflation

Die in weiten Bereichen des akademischen Betriebs bis heute dominierende ökonomische Lehre ist ein aus neoklassischen und keynesianischen Elementen bestehender Theorienmix, der in den frühen 1980er Jahren (nach einer Krise der sogenannten „neoklassisch-keynesianischen Synthese“) mit einigen monetaristischen Gedanken angereichert wurde. Diese „Neue Klassische Makroökonomie“ (Walterskirchen 2016: Abschnitt 2.4) hatte ihre erste Hochblüte in den USA, überquerte danach den Atlantik und stand schließlich Pate bei wesentlichen vertraglichen Weiterentwicklungen der EU und bei der Einführung des Euro. So prägten ihre Gedanken nicht nur den Maastricht-Vertrag (1993), sondern flossen auch ein in den Stabilitäts- und Wachstumspakt (1997), das Statut der unabhängigen Europäi-

schen Zentralbank (1998) und den Fiskalpakt (2012). Unter dem Einfluss besagter Lehre hatte sich die EZB dem Vorbild aller übrigen Zentralbanken folgend von Anfang an der aktiven Steuerung des Geldangebots enthalten und weitgehend auf das sogenannte „inflation targeting“ mittels Leitzinspolitik beschränkt.

Schon als die Fed in der Finanzkrise erstmals von dieser Praxis abwich, hatten viele Vertreter*innen jener Mainstream-Ökonomie davor gewarnt, dass die nun erfolgende gezielte Ausweitung der Geldmenge früher oder später zu Inflation führen müsse. Manche beschworen anfangs sogar das Gespenst einer drohenden Hyperinflation nach dem Horrorszenario der neunzehnzwanziger Jahre. Als sich dann aber selbst bei der Fortsetzung der expansiven Geldpolitik im Verlauf der Eurokrise weit und breit keine inflationären Tendenzen zeigten, begann ein großes Rätselraten über die Gründe für diese aus der Perspektive des herrschenden ökonomischen Paradigmas überraschende Entwicklung. Dessen Proponent*innen beruhigten ihre theoretische Verunsicherung zwar mit dem Hinweis darauf, dass die erwartete Inflation ja ohnehin statfinde, nur eben nicht auf dem Gütersektor sondern bei den Vermögenswerten (Aktien, Immobilien). Das war jedoch bloß eine Steilvorlage für die linken Kritiker*innen der Mainstream-Ökonomie.

Denn die konnten nun darauf hinweisen, dass das Ausbleiben der Inflation auf den Gütermärkten bloßes Resultat der seit zwanzig Jahren stagnierenden Massenkaufkraft war. Darüber hinaus bestätigten die auf den Aktien- und Immobilienmärkten bedrohlich an-schwellenden Vermögensblasen ihre immer wieder vorgebrachten Warnungen vor einem steigenden Überschuss der privaten Vermögen über die Staatsschulden. Letztere waren nämlich im Gefolge der höchst erfolgreichen neoliberalen Umverteilungspolitik trotz aller staatlichen Kriseninterventionen und Steuersenkungswettläufe deutlich weniger stark gewachsen als die Privatvermögen. Und eine nachhaltige Beseitigung dieses stabilitätsgefährdenden Ungleichgewichts sei offensichtlich nur durch die von ihnen schon seit langem geforderte stärkere Besteuerung der privaten Vermögen zu erreichen.⁵

Soweit jene linken Ökonom*innen die Thesen der MMT vertraten, konnten sie bei aller Empörung über die diese Fakten und Notwendigkeiten ignorierende Mainstream-Ökonomie auch einen kleinen theoretischen Triumph feiern. Sahen sie doch im Ausbleiben der Inflation auf den Gütermärkten eine glänzende Bestätigung der von der MMT postulierten Spielräume für expansive Geld- und Fiskalpolitik. Die Freude war allerdings nur von kurzer Dauer. Denn als am Beginn der zwanziger Jahre erste Tendenzen eines Preisauftriebs auftraten und sich dann bald zu einer richtigen Inflation auswuchsen, waren es die Mainstream-Ökonom*innen und deren publizistische Sprachrohre, die sich endlich in ihrer Sicht der Dinge bestätigt sahen. Sie drehten nun sogleich den Spieß um und holten zu Gegenangriffen auf die expansive Geldpolitik der Zentralbanken und die MMT aus:

Zwar habe der pandemiebedingte Anstieg der Sparquote „das perfekte Umfeld für stark fallende Preise“ geschaffen. Doch das Leben halte „sich eben nicht immer an das Lehrbuch. Zumindest nicht an jenes des guten alten John Maynard Keynes. Sondern eher an die Erkenntnisse jener liberalen Geldtheoretiker, die seit jeher davor warnen, dass auf Hochdruck laufende Gelddruckmaschinen nicht ohne Folgen bleiben.“ Die „Verfechter der 'völlig gefahrlosen' Gratisgeldpolitik“ suchten die Gründe dafür, dass „die Preise jetzt durch die Decke gehen“, bloß in „der Corona-Pandemie und dem Krieg in der Ukraine.“ Tatsächlich hätten diese beiden Ereignisse die Preise bloß noch „weiter nach oben getrieben.

⁵ In diesem Sinne konstatierte etwa Christian Felber, einer der damaligen Sprecher von AT-TAC in Österreich: „Die privaten Finanz- und Immobilienvermögen belaufen sich in Italien auf 424% der Staatsschulden, in Deutschland auf 475% und in Österreich auf 675%. Ein Prozent Vermögensteuer trägt die Staatsschulden in der Eurozone um ungefähr fünf Prozent ab. Nach zehn Jahren wären sie halbiert. Das ist der Weg aus der Eurokrise.“ (Felber 2012.)

Die Wurzel allen Übels aber (sei), dass viel zu viel billiges Geld geschaffen wurde, das nun im Zusammenspiel mit Lieferengpässen und wachsender Unsicherheit seine toxische Wirkung entfalte.“ Und mit „der dramatischen Rückkehr der Inflation“ werde es nun „Zeit, sich von einigen Illusionen zu befreien. Etwa von jener, ... dass sich Wohlstand gefahrlos in den Kellern der Notenbanken drucken lasse.“ (Schellhorn⁶ 2021, 2022)

Selbst manche linke Ökonom*innen sahen nun in der wieder auferstandenen Inflation eine partielle Widerlegung zentraler Thesen der MMT. So schrieb zum Beispiel Kurt Bayer⁷ in einer Rezension der eingangs erwähnten MMT-Publikation von Monika Stemmer: „Der Staat hat es in der Hand, das Wirtschaftswachstum zu beeinflussen, indem er mangelnde private Nachfrage ergänzt und damit das Wachstum erhöht. Aber dass die Staatsverschuldung keine Auswirkungen auf die Wirtschaft hat und dass Inflation per Theorie unmöglich ist, stimmt nicht. Seit die Inflationsraten in die Höhe geschossen sind, ist ein wichtiger Teil der Theorie zusammengebrochen.“ Zumeist jedoch zog man sich im linken Lager auf die postkeynesianische Grundüberzeugung zurück, dass der Preis nur auf den Rohstoff- und Energiemärkten durch das Spiel von Angebot und Nachfrage bestimmt werde, während er bei Industrieprodukten primär kostendeterminiert, also das Ergebnis eines Verteilungskonflikts sei.⁸ Dementsprechend machte man neben den externen Faktoren (Pandemie, Ukrainekrieg) weniger die expansive Geldpolitik für das Ausmaß der jüngsten Inflation verantwortlich⁹ als vielmehr eine „Profit-Preis-Spirale“ (Blaha¹⁰ 2023), welche die in der Energiekrise am längeren Ast sitzenden Energie-Anbieter in Gang gesetzt hätten.

1.9 Problemstellung

Mittlerweile spricht einiges für diese die MMT entlastende Einschätzung. Denn im Euroraum gehen die Inflationsraten wieder deutlich zurück und liegen im Mittel nur mehr wenig über dem von der EZB angestrebten Zielwert von 2%. Es bleibt jedoch *offen, ob* diese Entwicklung wirklich *zur Gänze* mit der Entspannung am Energiesektor und anderen externen Faktoren erklärt werden kann, bzw. *in welchem Ausmaß* sie nicht doch *auch* (zumindest teilweise) auf die nachträglichen Korrekturen einer davor *womöglich überschießend expansiven* Geld- und Fiskalpolitik zurückzuführen ist. Im Zuge der anhaltenden Auseinandersetzungen um die MMT kommt es daher nun zum Überdenken ihrer wichtigsten Thesen und der daraus abzuleitenden geld- und fiskalpolitischen Empfehlungen.¹¹

Meine anschließenden Überlegungen beteiligen sich nicht *unmittelbar* an diesen ökonomischen Fachdiskussionen über die Ursachen des An- und Abschwelens der Inflation und

⁶ Franz Schellhorn ist Direktor der wirtschaftsliberalen Denkfabrik Agenda Austria.

⁷ Kurt Bayer ist als Finanzexperte bei Attac engagiert. In seinem inzwischen beendeten Berufsleben war er unter anderem in führenden Funktionen bei der OECD, der Weltbank und der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung tätig. Das folgende Zitat ist einer von Bayer verfassten Rezension des Buchs „Staat Macht Geld: Modern Monetary Theory oder das Ende der schwarzen Null“ (Stemmer 2023) entnommen.

⁸ Nach Michał Kalecki, einem der Vordenker des Postkeynesianismus, werden die Preise von Industrieprodukten mittels Aufschlags (Mark-up) auf die Kosten kalkuliert, wobei die Höhe des Preisaufschlags vom Monopolgrad abhängt. (Walterskirchen 2016: Abschnitt 4.1.6)

⁹ Sehr energisch wird ein inflationärer Effekt der expansiven Geldpolitik der EZB etwa von Dirk Ehnts (2022) zurückgewiesen.

¹⁰ Barbara Blaha ist Leiterin des gewerkschaftsnahen Momentum-Instituts.

¹¹ Zum Beispiel in einem Text mit dem vielsagenden Titel „Verglüht der Stern der Modern Monetary Theory?“ (Fendel/Schmidt 2023). Dieser Aufsatz untersucht, ob die MMT trotz des mittlerweile veränderten ökonomischen Umfelds noch „einen substanziellen Beitrag zur gegenwärtigen makroökonomischen Diskussion liefern kann“.

über die daraus für die MMT abzuleitenden Schlussfolgerungen. Das Anliegen der nun folgenden, aus *sozialphilosophischer* Perspektive formulierten Gedanken ist vielmehr der Hinweis auf gravierende Mängel in den *geldtheoretischen Grundlagen* der MMT. Trotz ihres bloßen Hintergrundcharakters haben die dabei anzusprechenden Probleme höchste Relevanz für die aktuellen Fachdebatten. Muss doch jeder Fehler in den Basisannahmen eines ökonomischen Ansatzes sowohl die Qualität der mit diesem theoretischen Werkzeug anzustellenden Wirtschaftsbeobachtungen als auch die Brauchbarkeit der aus ihnen ableitbaren Handlungsempfehlungen beeinträchtigen.

2 Zu den geldtheoretischen Grundlagen der MMT

Ich habe für die Auseinandersetzung mit den geldtheoretischen Implikationen der Modern Monetary Theorie aus den eingangs erwähnten Publikationen zwei Bücher ausgewählt, die beide (wohl nicht ganz zufällig) mit der *Maschinenmetapher* arbeiten. Das eine trägt dieses Bild schon in seinem Titel, denn es handelt sich dabei um Aaron Sahr's Reflexionen über „Die monetäre Maschine“. Während dieser Text jene komplexen Prozesse offen legen möchte, in denen das Geld nicht nur erwirtschaftet oder verteilt, sondern überhaupt erst geschaffen wird, widmet sich das andere von Joscha Wullweber verfasste Buch den nicht minder komplexen Vorgängen bei der Bewältigung von Finanzmarktkrisen im „Zentralbankkapitalismus“. Die Maschinenmetapher wird auch hier schon an prominenter Stelle, nämlich im sogenannten Schmutztitel des Buches bemüht, wo wir erfahren, dass dessen Autor „in den Maschinenraum des modernen Kapitalismus hinab(steigt)“.

Die Bilder der Maschine bzw. des Maschinenraums verweisen auf eine von Menschen geschaffene (finanz-)technische Großstruktur. Deren äußere Erscheinung wird von stahlhart glänzenden Sachzwängen geprägt, die ein ihrer inneren Mechanik zugrunde liegendes Herrschaftsmuster verbergen. Ein Herrschaftsmuster, das wir zunächst durchschauen und danach aufbrechen müssen, damit diese soziale Apparatur künftig im Interesse der großen Mehrheit der Bevölkerung funktionieren kann. Mit anderen Worten: beide Autoren widmen sich dem höchst lobenswerten Bemühen um die Aufbereitung der argumentativen Basis für eine *Demokratisierung der Geldpolitik*¹². Während Sahr dies im Namen der MMT tut, beruft sich Wullweber nicht explizit auf diese Theorie. Auch sein Konzept weist jedoch große Nähe zu den geldtheoretischen Grundannahmen der MMT auf.

2.1 Die Tücken der Maschinenmetapher

Zuerst zu dem Buch von Aaron Sahr. Wenn er von einer monetären Maschine spricht, verfolgt er neben dem eben angesprochenen politischen Ziel auch eine analytische Absicht. Er möchte eine neue Betrachtung des Gelds ermöglichen, welche sich gegen die herkömmliche Sicht auf das Geld richtet, die er nicht nur bei der Mainstream-Ökonomie, sondern auch bei Marx, dem Ahnvater der linken Heterodoxie, ortet. Für diese von ihm kritisierte Sicht sei das Geld ein bloßes Werkzeug zur Vermittlung des Warentausches. Er wolle demgegenüber mit dem Bild der Maschine deutlich machen, dass das monetäre System mehr ist als eine einfache *Ansammlung solcher Werkzeuge*. Jenes herkömmliche Verständnis des Gelds als bloßes Tauschmittel führe nämlich zur Ausblendung des Vorgangs der Geldschöpfung

¹² Sahr argumentiert gegen „die ideelle und institutionelle Trennung der Geldschöpfung von parlamentarisch-demokratischen Willensbildungsprozessen“ (Sahr 2022: 13). Und Wullwebers Schlussfolgerung aus seiner Analyse des Zentralbankkapitalismus lautet: „Geldpolitik - die Politik der Zentralbanken – sollte daher wieder stärker demokratisiert werden“ (Wullweber 2021: 247).

aus dem öffentlichen Bewusstsein, wogegen das Maschinen-Paradigma die „Geldschöpfung als eine der wichtigsten Machtressourcen im Herzen des modernen Kapitalismus“ sichtbar mache. Sahr verfolgt somit ein ideologiekritisches Anliegen: Er will das herrschende Geldverständnis entmystifizieren (Eich 2022), indem er nachweist, wie die vom Neoliberalismus geprägte Mainstream-Ökonomie den Vorgang der Geldschöpfung mittels einer „*Ideologie des unpolitischen Geldes*“ (S. 34)¹³ entpolitisiert, um auf diese Weise sicher zu stellen, dass es in allen Budgetdebatten immer nur um Steuereinnahmen und nie um Fragen der Geldschöpfung geht.

Weil die neoliberale Theorie des Geldes dieses als einfaches Werkzeug für die Vermittlung von Tauschvorgängen beschreibe, schränke sie den geldpolitischen Diskurs von vornherein auf ganz bestimmte Fragestellungen ein. Denn die Betrachtung von Geld als Werkzeug vermittele „den Eindruck einer genuin unpolitischen gesellschaftlichen Technologie: Geld erleichtert uns das Wirtschaften, indem es Güter mit Preisen versieht, ihren Austausch vermittelt und zur individuellen Vermögensbildung bereitsteht. Diese Ordnungs- und Ermöglichungsleistungen erbringt das Geld für alle wirtschaftenden Akteure gleichermaßen, es ist als Werkzeug der Marktwirtschaft – so jedenfalls ein mit der Werkzeugperspektive häufig einhergehender Eindruck – selbst unparteiisch. Nicht sein Funktionieren, sondern lediglich seine *Verteilung*¹⁴ kann sinnvoll politisch thematisiert und problematisiert werden, kann als Quelle und Ausdruck von Machtungleichheit und Parteilichkeit moniert und adressiert werden“ (S. 10). Geldpolitik werde aus der Perspektive dieser Werkzeugtheorie des Geldes konsequenterweise auf eine einfache „Werkzeugpolitik“ reduziert und dürfe sich als solche nur um die „Bewahrung der «technischen» Funktion des Werkzeugs bemühen, den Wert zuvor produzierter Waren zu speichern und ihren Austausch zu vermitteln“ (S. 35).

Auf diese reduktionistische Sicht der Werkzeugtheorie des Geldes antwortet Sahr namens der MMT mit seiner Maschinenmetapher, die es ermöglichen soll, den politischen Prozess der Geldschöpfung ernst zu nehmen. Denn die titelgebende „monetäre Maschine“ sei eben keine bloße Ansammlung von Tauschwerkzeugen, sondern „eine einzige große Struktur, in der alle Bauteile – die Geldbeträge – miteinander so verbunden sind wie die Komponenten einer gigantischen Maschinerie.“ Und als diese gigantische Maschine habe das Geld „viel Ähnlichkeit mit anderen großen Versorgungssystemen, etwa dem Versorgungssystem für elektrische Energie. Statt als Werkzeug ist es also adäquater, das Geld als eine Infrastruktur zu beschreiben“ (S. 41).

Der wesentliche Unterschied zwischen der Werkzeug- und der Maschinenmetapher besteht für Sahr darin, dass wir aus der Perspektive ersterer das Geld in seiner Gesamtheit als bloße *Summe* aller einzelnen Geldbeträge auffassen und im Begriff des Geldes bloß die „Klassenbezeichnung für viele Einzeldinge“ sehen, während wir im Lichte der Maschinenmetapher das Geld als eine *systemisch strukturierte Ganzheit* begreifen lernen. Deren Ähnlichkeit mit einer technischen Apparatur impliziere, dass sie für uns „durch die dynamische Verschaltung ihrer interdependenten Bauteile eine Leistung“ (S. 42) erbringe.¹⁵ Und weil die Leistung dieser Geldmaschinerie, so wie die Leistungen anderer Infrastruktursysteme - etwa jene unserer Energieversorgung - zentrale Interessen unterschiedlicher Bevölkerungs-

¹³ Hervorhebung durch A. Sahr. Die hier und in der Folge nach den jeweiligen Zitaten in Klammern angeführten Seitenangaben beziehen sich auf sein Buch „Die monetäre Maschine“ (Sahr 2022).

¹⁴ Hervorhebung durch A. Sahr.

¹⁵ Das „spezifische Leistungsangebot modernen Geldes“ besteht für Sahr darin, dass es die davor „durch die faktische Verfügbarkeit materieller Ressourcen wie Gold oder Silber begrenzt(e)“ Zahlungsfähigkeit „hyperelastisch“ macht (S. 185).

gruppen mehr oder weniger gut bediene, sei sie „genuin politisch“, weshalb wir sie mit breit zu diskutierenden „gesellschaftlichen Vorgaben versehen“ (S. 44) müssten.

Die Betrachtung von Geld als systemisch strukturierte Ganzheit, die gleich einer Maschine durch dynamische Verschaltung ihrer interdependenten Teile Leistungen erbringt, hat für die in Sahrs Buch präsentierte MMT eine entscheidende Konsequenz bei der Wahl des begrifflichen Bezugsrahmens ihrer Wirtschaftsbetrachtung. Während die hinter dem Werkzeugmodell des Geldes stehenden Mainstream-Theoretiker*innen den *Tausch* „als fundamentalen Begriff zur Beschreibung von Ökonomie mobilisieren“ (S. 38), denkt eine vom Paradigma der Geldmaschine ausgehende Wirtschaftstheorie in *Bilanzen*. Wer sich auf diese „in der Tradition von John Maynard Keynes, Joseph Schumpeter und ... Hyman Minsky“ entwickelte Betrachtungsweise einlässt, macht anstelle des Tauschs die *Schuld* zum zentralen Begriff seiner Ökonomie und sieht die Wirtschaftssubjekte nicht primär als Waren produzierende und tauschende Marktteilnehmer, sondern als „Akteure, die anderen Akteuren gegenüber (Zahlungs-)Verpflichtungen eingehen und sich darum bemühen (müssen), diese Pflichten zu erfüllen“ (S. 39).

Mittels dieses vom Bilanzdenken geprägten Bilds einer monetären Maschine, in der die Schulden wie Zahnräder ineinandergreifen, versucht die MMT sich die ökonomischen „Akteure buchstäblich als Bilanzen vorzustellen“, um sie alsdann in ihrer „relationalen Verbundenheit miteinander zu untersuchen“. 'Zu Wirtschaften' heißt daher aus ihrer Perspektive „sich beieinander zu verschulden und die Vergeltung dieser Schulden zu organisieren“. Und weil die so betrachtete Wirtschaft „der ständig ablaufende Organisationsprozess von Bilanzen zur Generierung stabiler und funktionierender Ver- und Entschuldung“ ist, sind für die MMT Zahlungsverpflichtungen (Schulden) „keine moralisch womöglich sogar fragwürdigen Hilfsmittel für den Betrieb von Marktwirtschaften“, sondern „die Matrix der Ökonomie und damit unverzichtbar und notwendig“ (S. 40).

Mein Kommentar zu diesem Blick der MMT auf die Wirtschaft beginnt mit Zustimmung

- * zur Betonung des systemischen Charakters des Geldes als einer Infrastruktur der kapitalistischen Marktwirtschaft,
- * zur damit verbundenen Kritik an der in der Mainstream-Ökonomie dominierenden Reduktion des Geldes auf ein bloßes Tauschmittel
- * und zur aus dieser Kritik folgenden Ablehnung der Theorie des unpolitischen Geldes.

Zurückzuweisen ist allerdings Sahrs These, dass auch Marx „in der Geldtheorie ... Teil des Problems, nicht der Lösung“ (Anmerkung 38 zur Einleitung) sei, weil er ebenfalls jene problematische Tauschmitteltheorie des Geldes vertreten habe. Denn bei Marx und in der an ihn anknüpfenden marxistischen Ökonomie wird scharfe Kritik an den Geldkonzepten des vom Marxismus als 'bürgerliche Ökonomie' bezeichneten Mainstreams geübt. Die Rolle als Tauschmittel ist aus marxistischer Perspektive nur *eine von mehreren* in unterschiedlichen Situationen und Entwicklungsstadien der Wirtschaft vom Geld ausgeübten Funktionen. Im Kapitalismus wird das Geld in dieser von mir geteilten Sicht dann geradezu *systemkonstitutiv!* Denn die Steuerung des kollektiven Produktionsprozesses erfolgt hier über den in Geld ausgedrückten und gemessenen Profit. Geld bildet den Ausgangs- und Endpunkt der Selbstverwertung des Kapitals und ist damit viel mehr ein bloßes Tauschmittel, nämlich der Maßstab seiner Verwertung, der „die Bedingungen sanktioniert, unter denen gearbeitet wurde“, indem er „nicht nur anzeigt, ob die geleistete Arbeit überhaupt notwendig war, sondern auch, ob sie der Konkurrenz zum Beispiel hinsichtlich ihrer Produktivität gerecht wurde“ (Stützle 2021: 79).

Aus dieser marxistischen Perspektive erscheint nun aber der von Sahr namens der MMT zurecht behauptete systemische Charakter des Geldes in völlig neuem Licht: Das unsere Wirtschaft systemisch strukturierende *Ganze* ist nicht das Geld sondern die *kapitalistisch organisierte gesellschaftliche Arbeit*. Wohl hat auch das Geld systemischen Charakter, es ist jedoch bloß ein *Subsystem* jenes übergeordneten Gesamtsystems der gesellschaftlichen Arbeit. Es ist, um die Maschinenmetapher nicht ganz zurückzuweisen, nur Teil einer noch größeren, die gesamte Gesellschaft repräsentierenden Maschinerie. Wer diese entscheidende Akzentverschiebung akzeptiert, kommt nicht umhin, weitere Einsprüche gegen Sahrs Thesen anzumelden:

Zunächst ist die allzu forsche Abwendung vom Fokus der Mainstream-Ökonomie auf den Tausch in Frage zu stellen. Denn der Tausch der Waren ist unmittelbar verknüpft mit deren *Produktion*, welche in ihrer Steuerung durch den Profit die Dynamik unseres Wirtschaftssystems bestimmt. Die klassische Ökonomie bis einschließlich Marx hatte diese Produktion noch im Blick, wenn sie nach dem allen Marktpreisen zugrunde liegenden *Arbeitsgehalt* (sprich: Arbeitswert) der Waren fragte. Indem sich die bürgerlichen Ökonomen im Verlauf des neunzehnten Jahrhunderts immer öfter bloß mit den an der Oberfläche des Marktes zu beobachtenden Preisbewegungen befassten und die diesen zugrunde liegenden Entwicklungen auf der Tiefenebene der Arbeitswerte ignorierten, reduzierten sie die Erklärungskraft ihrer Hypothesen. Wenn nun die MMT ihren Fokus gar auch noch von der Aktivität des Tauschens abwendet, dann treibt sie diesen hochproblematischen Abstraktionsprozess auf die Spitze. Der Akteur als lebendige Bilanz (sprich: als Organisator seiner Zahlungsströme), der mit den anderen Akteuren nur durch seine Zahlungsverpflichtungen und -eingangserwartungen verbunden ist, hat sich von den realen, im Kontext der kapitalistisch organisierten gesellschaftlichen Arbeit interagierenden Akteur*innen noch ein Stück weiter entfernt als der warentauschende Homo oeconomicus der Neoklassik.

Diese im Vergleich zur Neoklassik noch stärker akzentuierte *Ausblendung der Produktionssphäre* der kapitalistischen Wirtschaft führt in Verbindung mit dem davor bemängelten Verfehlen des Stellenwerts der monetären Maschine als ein bloßes Subsystem des Gesamtsystems 'Kapitalismus' zum Hauptproblem der MMT: Indem sie mit ihrer Bilanzbrille auf das Netzwerk der Zahlungsflüsse zwischen Unternehmen, Privathaushalten und Staaten blickt, kann sie bloß rein *deskriptiv* bestehende bzw. sich auf- oder abbauende Ungleichgewichte zwischen den Schulden und Vermögenspositionen der von ihr analysierten Wirtschaftssektoren registrieren. Ein tieferes Verständnis für die *Ursachen* der von ihr auf der Ebene der Bilanzen registrierten Zustände und Entwicklungen bleibt ihr aber verschlossen. „Denn welche ökonomischen Kräfte wirken, bringt die Saldenmechanik nicht zum Ausdruck.“ (Stützle 2021: 77) Diese Kräfte sind nämlich nur im Kontext der *Dynamik des Gesamtsystems* der kapitalistischen Wirtschaft zu begreifen. Einer Dynamik, die letztlich von den *Verwertungsbedingungen des Kapitals* bestimmt wird und daher nur durch eine Analyse der Produktion und Aneignung von Arbeitswerten erschließbar ist.

Weil die MMT durch ihre Konzentration auf miteinander verschränkte Bilanzen jene der Saldendynamik zugrunde liegende Dynamik des Gesamtsystems zu wenig ernst nimmt, wenn nicht gar ignoriert, hat sie große Probleme bei der korrekten Bestimmung von *Umfang* und *Grenzen* des Potentials der von ihr anvisierten expansiveren Fiskalpolitik. Die Argumente ihrer Vertreter*innen im Diskurs mit der auf größere finanzpolitische Vorsicht drängenden Mainstream-Ökonomie stehen daher oft auf tönernen Füßen - was gerade jene Beobachter*innen dieses Diskurses schmerzt, die grundsätzliche Sympathien für die von der MMT anvisierte Fiskalpolitik mit größerer wirtschafts- und gesellschaftspolitischer Verantwortung hegen.

Bei der weiteren Auseinandersetzung mit den geldtheoretischen Vorstellungen im Nahbereich der MMT anhand von Joscha Wullwebers Analyse des Zentralbankkapitalismus gilt es zum einen, die bisher kurz angerissenen Themen zu vertiefen. Zum anderen ist auf einige bisher noch nicht angesprochene Probleme der im Umfeld der MMT zirkulierenden Geldtheorien einzugehen.

2.2 Tauschwerte ohne Substanz

Wie Sahr macht auch Wullweber einen großen Bogen um die Produktionssphäre und fundiert seine geldtheoretischen Reflexionen bloß in einer Betrachtung der Tauschbeziehungen. Geld gestattet aus seiner Sicht „den Tausch von Dingen, die nichts miteinander gemein haben“ (S. 56)¹⁶ - und genau an diesem Punkt liegt der Hund begraben. Denn die getauschten Dinge haben nur im Hinblick auf ihren jeweiligen *Gebrauchswert* nichts gemein. Ihr Tausch wird dadurch ermöglicht, dass sie alle *Tauschwert* besitzen. Diese an der Oberfläche des Marktes erscheinende Eigenschaft aber ist Ausdruck einer noch tiefer liegenden Gemeinsamkeit, die Wullweber ausblendet. Sie besteht darin, dass alle getauschten Dinge Resultate einer kollektiv vollzogenen arbeitsteiligen Produktion sind. In jedem von ihnen 'steckt' deshalb (bildlich gesprochen) gesellschaftliche Arbeit.

Weil die arbeitsteilige Produktion zwar kollektiv vollbracht, aber nicht gemeinsam geplant und dem Konsum zugeführt wird, müssen ihre Resultate auf dem Markt via Tausch an die Produzenten verteilt werden. Die Produzenten verfolgen bei diesem Tausch verschiedene gemeinsame Absichten.¹⁷ Eine davon besteht darin, nur solche Dinge auszutauschen, die (bei langfristiger Durchschnittsbetrachtung) jeweils gleiche Gehalte an gesellschaftlicher Arbeit repräsentieren. Daraus folgt, dass der Tauschwert jedes Produkts auf seinem Gehalt an abstrakter Arbeit fußt - 'abstrakt' deshalb, weil das beim Tausch stattfindende Vergleichen der jeweiligen Arbeitsgehälter nicht unmittelbar bei den konkreten, gebrauchswertschaffenden Gestalten der verschiedenen Arbeiten ansetzen kann, sondern diese gleichsam 'umrechnen' muss in kommensurable Größen.

Soweit der Grundgedanke des Marxschen Konzepts der Arbeitswerte, das leider häufig so gründlich missverstanden wird, dass sich Marx im Grab umdrehen würde, wenn er wüsste, was viele Marxisten aus seinem Wertbegriff machten. Sie verwandelten ihn nämlich in eine *objektivistisch* gedachte Eigenschaft, die trotz aller gegenteiligen Beteuerungen wie ein natürlicher Wert verstanden wird. Wenn daher Wullweber Vorbehalt gegen die marxistische „Substanztheorie“ (S. 66) des Werts äußert, ist er durchaus im Recht - allerdings nur insoweit, als sich diese Kritik auf jenen Objektivismus bezieht, der den Wert tatsächlich als ein gänzlich außerhalb des gesellschaftlichen Handelns angesiedeltes Ding missversteht. Wullwebers Vorbehalt ist jedoch insoweit überschießend, als er bei seinen werttheoretischen Überlegungen nicht nur solch *dingliche* Substanzvorstellungen ablehnt, sondern Substanzkonzepte *jeglicher* Art. Er verfehlt damit den ökonomischen Wert, weil der so etwas wie eine *gesellschaftlich konstituierte Substanz* ist. Anders gesagt: Wullweber beharrt völlig zu recht darauf, dass sich im Warenwert „ein gesellschaftliches Verhältnis“ (S. 67) ausdrückt, irrt aber mit dem daraus abgeleiteten Schluss, dass der Warenwert deshalb nur relationalen Charakter haben kann.

Dieser Punkt ist so wichtig, dass er noch etwas genauer erläutert werden soll:

¹⁶ Alle in der Folge nach den jeweiligen Zitaten in Klammern angeführten Seitenangaben beziehen sich auf das Buch „Zentralbankkapitalismus“ (Wullweber 2021)

¹⁷ Ich habe sie in meinem Buch „Kritik des Arbeitswerts“ im Detail erläutert. (Czasny 2018: 49, 50).

Das gesellschaftliche Verhältnis, auf dessen Basis sich der Arbeitswert konstituiert, fußt auf der jedem Tauschvorgang vorgelagerten gemeinsamen Absicht aller Marktteilnehmer, kollektiv zu produzieren und sich dabei die Arbeit zu teilen. Die aus dieser Absicht resultierende gesellschaftliche Arbeit ist die Basis aller auf dem Markt gehandelten Produkte und besteht aus einem Geflecht von unzähligen Einzelarbeiten. Jede derselben repräsentiert jeweils ein ganz bestimmtes Ausmaß an abstrakter Arbeit, welches von der jeweils investierten Arbeitszeit und der Intensität der Arbeitsleistung abhängt. Darüber hinaus sind (unter anderem!) auch Faktoren wie Gefährlichkeit, Belastungsgrad und Qualifikationsanforderungen der jeweiligen Arbeit in Rechnung zu stellen. Die *Wertverhältnisse* zwischen den durch diese Arbeiten erzeugten Produkten entsprechen den Relationen zwischen ihren jeweiligen Gehalten an abstrakter Arbeit.

Die in der Gesamtheit aller auf dem Markt gehandelten Produkte verkörperte gesellschaftliche Arbeit hat abgesehen von diesen internen Relationen auch ein bestimmtes *Gesamtvolumen*. Denn das auf dem Markt zusammentretende Kollektiv kann ja in Summe mehr oder weniger abstrakte Arbeit aufbringen (indem jedes seiner Mitglieder länger oder kürzer, bzw. mehr oder weniger intensiv arbeitet, mehr oder weniger Qualifikationen in den Arbeitsprozess einbringt, mehr oder weniger Belastungen bei der Arbeit in Kauf nimmt, usw. - oder einfach dadurch, dass es als Gruppe wächst bzw. schrumpft). Dieses mehr oder weniger große Gesamtvolumen abstrakter Arbeit aber konstituiert die *absolute Größe*, d.h. den *Substanzcharakter des Arbeitswerts* jedes einzelnen der auf dem Markt gehandelten Produkte und natürlich auch ihrer Summe.

Nun vom richtig verstandenen Marxschen Wertbegriff zu Wullwebers Wertbegriff, der wohl nicht ganz untypisch für viele der im Umfeld der MMT angesiedelten Positionen ist:

Wullweber erkennt zwar richtig, dass sich im Warenwert ein gesellschaftliches Verhältnis ausdrückt, verortet dieses Verhältnis aber (ähnlich wie der seinerseits schon von Marx kritisierte David Ricardo) fälschlicherweise erst im Tauschvorgang und nicht in dem allem Tausch *vorgelagerten* arbeitsteiligen Produktionsprozess. Aus seiner Sicht konstituiert sich der Wert der Waren daher erst am Markt in den beim Tausch stattfindenden Vorgängen, in denen er „gesellschaftlich verhandelt“ (S. 67) wird. Konsequenterweise gibt es deshalb für Wullweber „keine grundlegende Differenz zwischen dem Wert einer Ware und dem gezahlten Preis“ (S. 68).

Wegen dieser Ausblendung der Beziehung zwischen dem Warenwert und der die Waren erzeugenden gesellschaftlichen Arbeit hat Wullweber kein Verständnis für den auf das Volumen der gesellschaftlichen Arbeit bezogenen Substanzcharakter des Arbeitswerts. Er kommt in seinem Buch nur implizit, d.h. als Leerstelle vor. Zum Beispiel in Fußnote 11 (S. 50), wo er darauf hinweist, dass „bei starker Geldschöpfungsaktivität“ der Wert einer Währung gegenüber anderen Währungen in der Regel abnimmt. Hier muss man sich fragen, was der Maßstab für eine starke, bzw. zu starke Geldschöpfungsaktivität ist. Er kann wohl nur im Gesamtvolumen der in den aktuellen und künftigen Produkten der betreffenden Volkswirtschaft verkörperten gesellschaftlichen Arbeit liegen. Ein anderes Beispiel für diese Leerstelle in Wullwebers Argumentation findet sich auf S. 56, wo er schreibt, dass Geld „in Zeiten hoher Inflation ... nur sehr bedingt ein sinnvoller Wertspeicher ist.“ Die bei Wullweber fehlende Begründung für diese Behauptung liegt darin, dass sich in Zeiten hoher Inflation eine schnell anwachsende Diskrepanz zwischen dem Gesamtvolumen des im Umlauf befindlichen Geldes und dem Gesamtvolumen der gesellschaftlichen Arbeit auftut, die in den diesem Geld gegenüberstehenden Waren verkörpert ist.

2.3 Geld ohne Bezug zur gesellschaftlichen Arbeit

Nun zu der aus Wullwebers Wertbegriff folgenden Geldtheorie. „Die einzige Gemeinsamkeit, die alle Waren teilen,“ liegt für Wullweber „darin, dass sie in ein Verhältnis zu einer dritten Instanz gestellt werden ... - dem Geld“ (S. 73). Weil er den allem Tausch vorangehenden kollektiven Produktionsprozess aus seinen Überlegungen zum Tauschwert ausklammert, ist jene dritte Instanz für ihn nicht Ausdruck des in jeder Ware durch ihren Gehalt an abstrakter Arbeit verkörperten Arbeitswerts. Sie ist vielmehr bloßer Ausdruck für das aus seiner Perspektive erst im Tauschprozess erscheinende „Wertverhältnis der Waren untereinander“ (S. 69). Diese *Abkoppelung des Geldbegriffs von der Sphäre der gesellschaftlichen Arbeit* hat unter anderem schwerwiegende Folgen für Wullwebers später noch genauer zu betrachtendes Verständnis von Wirtschafts- und Finanzkrisen. Sie führt nämlich (wie schon erwähnt) dazu, dass ihm auch jeder Bezug zwischen der Menge des zirkulierenden Geldes und dem Gesamtvolumen der von den Marktteilnehmern geleisteten und künftig leistbaren Arbeit verloren geht. Mit diesem Bezug aber verliert er zugleich den Maßstab für die Bestimmung des sinnvollen Ausmaßes der Geldschöpfung.

Bevor ich mich näher mit den Themen 'Geldschöpfung' und 'Krise' beschäftige, konkretisiere ich nun meine Kritik an Wullwebers Geldtheorie durch drei *drei ergänzende Anmerkungen* zu seinen Begriffen von Wert und Geld.

Die *erste* nimmt Bezug auf die von mir geteilte Ansicht, dass jene beiden Begriffe auf gesellschaftliche Verhältnisse abstellen. Im Fall des Tauschwerts unterstreicht Wullweber dies durch seine bereits zitierte Feststellung, dass er „gesellschaftlich verhandelt“ (S. 67) wird. Beim Geld betont er dann auch noch, dass die an jenem gesellschaftlichen Verhandeln beteiligten Gruppen um die Durchsetzung ihrer jeweiligen Interessen ringen, indem sie „versuchen ..., ihre Interessen zu verallgemeinern“ (S. 65), sodass sie schließlich „hegemonial“ (S. 66) werden. Das ist alles völlig korrekt, wird dann aber zu der folgenden unzutreffenden Kritik an allen auf Substanzen abstellenden Wertkonzepten, also auch an dem des Arbeitswerts, zugespitzt: „Geld ... stellt die Maßeinheit eines allgemeinen, daher gesellschaftlich akzeptierten und durchgesetzten Werts dar, der sich nicht aus den Werten der Waren, sondern aus einem gesellschaftlichen Aushandlungsprozess ergibt.“ (S. 75)

Diese Kritik ist unzutreffend, weil im richtig verstandenen Marxschen Konzept des Arbeitswerts jener gesellschaftliche Aushandlungsprozess schon bei der Konstitution der Arbeitswerte stattfindet. Es geht bei diesem Aushandeln um den kontinuierlich stattfindenden Gewichtungprozess, der die bei der Produktion der Waren anfallenden *konkreten* Tätigkeiten laufend in *abstrakte* Arbeit verwandelt und so jedem Produkt einen vergleichbaren und in Geld ausdrückbaren Arbeitswert zuordnet. Über weite Strecken hinweg findet diese Gewichtung ohne explizite Reflexionen und Diskussionen, also gleichsam hinter dem Rücken der Akteure statt. Immer dann jedoch, wenn bestimmte Legitimationsmuster aufbrechen und die durch sie gestützten Machtpositionen in Frage gestellt werden, mündet dieser kontinuierlich im Hintergrund des bewussten Aushandelns der Produktpreise stattfindende Gewichtungprozess in heftige gesellschaftliche Auseinandersetzungen. Zuletzt war dies etwa im Gefolge der Corona-Krise der Fall, als plötzlich vielen Menschen bewusst wurde, dass die Arbeitsbelastungen der eigentlichen Systemerhalter*innen (vom Gesundheitspersonal bis hin zu den Supermarktkassier*innen) viel zu gering gewichtet werden. Auch bei den aktuellen Streiks im Sektor des öffentlichen Verkehrs spielt dieses Aufbrechens hegemonialer Legitimationsmuster eine gewisse Rolle.

2.4 Geld als Mastersignifikant

Die *zweite* Anmerkung übt Kritik an Wullwebers Begriff des *Mastersignifikanten*. Er bezieht sich auf jenes Stadium der Entwicklung der Geldform, in dem „sich die Werte der Waren nicht mehr über ihre jeweiligen Eigenschaften und auch nicht mehr direkt über ihr Verhältnis zueinander, sondern nur noch über das Geld, das nun als allgemeiner Wertmaßstab für alle Waren gilt“ (S 77), definieren. „Es ist jetzt nur noch der in Geld geronnene allgemeine Wertmaßstab, der den Dingen ihren Wert gibt.“ (S. 77) Diese Umkehrung im Verhältnis zwischen den einzelnen Waren und dem Geld wird durch das Konzept des Mastersignifikanten beschrieben. Der bestimmt nun, „was als Ware gilt und was nicht. Geld drückt sowohl die Warenwerte als auch die Grenzen des Warensystems aus“, und wie in allen ähnlich gelagerten Fällen wird dadurch „der Name zum Fundament der Dinge“. (S. 78)

Mit dem Konzept des Mastersignifikanten beschreibt Wullweber völlig richtig zwei wichtige Aspekte der Entwicklung der Geldform:

1. die Umkehrung im Verhältnis zwischen der Werthaltigkeit der Waren und jener des Geldes: Geld wandelt sich vom bloßen *Ausdruck* des Werts der Waren (sprich: vom „Namen“) zum *Fundament* ihres Werts.

2. die höchst realen Folgen dieser Umkehrung: Geld definiert nun, was als Ware gilt und generiert dadurch den Markt.

Dabei geht jedoch zweierlei unter:

* Zum einen wird nicht betont, dass es sich bei dieser Umkehr des Verhältnisses zwischen Waren und Geld um einen nur an der Marktoberfläche sichtbaren *Schein* handelt. Der ist zwar unvermeidbar, also kein simpler Irrtum der Akteur*innen, täuscht diese jedoch über die tatsächliche Relation zwischen dem Wert der Waren und dem Geld hinweg. Indem es diesen Umstand ausblendet, *geht das Konzept des Mastersignifikanten der Scheinhaftigkeit jener Umkehr selbst auf den Leim*.

* Zum anderen wird eine wesentliche reale Folge der bloßen Scheinhaftigkeit der Umkehr des Verhältnisses von Ware und Geld unterschlagen. Ich meine damit den Umstand, dass das auf Basis jenes Scheins errichtete Geldsystem höchst fragil ist und jederzeit zusammenbrechen kann. Wenn nämlich in bestimmten Stadien der krisenhaften Entwicklung des Kapitalismus den Marktteilnehmer*innen dieser Schein als solcher bewusst wird, wenn bei ihnen also die Einsicht dämmert, dass sich der Wert der Waren nicht vom Geld sondern von ihrer Erzeugung durch gesellschaftliche Arbeit herleitet und Geld nur der Ausdruck (sprich: „Name“) dieses Warenwerts ist - dann wird für sie plötzlich fraglich, ob alles im Umlauf befindliche Geld wirklich geronnene und künftig leistbare Arbeit widerspiegelt.

2.5 Alles Geld ist Kredit

Die *dritte* ergänzende Anmerkung zu Wullwebers Begriffen von Wert und Geld bezieht sich auf seine These, dass Geld ein „allgemein akzeptierter Kredit“ bzw. „ein allgemein akzeptiertes Zahlungsverprechen“ bzw. „ein allgemein akzeptierter Schuldschein“ ist, der jederzeit „weitergereicht bzw. übertragen“ werden kann (S. 82). Wullweber liegt damit ganz auf der Linie der MMT, deren zentrale geldtheoretische Prämisse ebenfalls besagt, „dass Geld seinem Wesen nach Kredit ist“ (Stütze 2021: 74).

Diese Aussage widerspricht nicht nur der einfachen Alltagserfahrung, die darauf pocht, dass doch Schulden mit Geld beglichen, bzw. Zahlungsverprechen mit der Übergabe von Geld eingelöst werden. Sie hält auch einer genaueren Betrachtung vor dem Hintergrund der Theorie des Arbeitswerts nicht stand. Denn aus dieser Perspektive ist das vom Käufer einer Ware deren Verkäufer übergebene Geld *kein Zahlungsverprechen* sondern allgemeiner

Ausdruck einer von ihm, dem Käufer bereits geleisteten und in Warenform auf den Markt gebrachten Arbeit, für die er seinerzeit selbst das nun an den Verkäufer weitergegebene Geld erhalten hat.

Nehmen wir für einen Moment die (von mir nicht geteilte) These, dass das Geld ein allgemein akzeptierter Schuldschein ist, beim Wort: In diesem Fall können bei der (fiktiven) ersten Generation jener Schuldscheine die auf ihnen vermerkten Schulden nicht mit Geld bezahlt worden sein, denn dieses entstand ja erst durch die Weitergabe jener Schuldscheine. Sie mussten also mit Waren bezahlt worden sein, welche von den Schuldnern selbst erzeugt oder im Austausch für selbst erzeugte Waren erworben wurden (Sie konnten diese Waren nicht mit Geld kaufen, da es noch kein Geld gab). Geoffrey Ingham¹⁸ liegt daher nicht ganz falsch, wenn er schreibt „Im allergrundsätzlichsten Sinne werden dem Geldbesitzer Waren geschuldet“ (Stütze 2021: 75). Man müsste ihm allerdings zu bedenken geben: „In noch grundsätzlicherem Sinne wird dem Geldbesitzer warenproduzierende Arbeit geschuldet, weil auch sein Geld bloßer Ausdruck von warenproduzierender Arbeit ist.“

Nur in jenen Fällen, in denen das beim Kauf übergebene Geld aus einem vom Käufer aufgenommenen Kredit stammt, ist Geld Kredit. Aber auch hier ist es letztlich bloßer Ausdruck von wertschaffender Arbeit - allerdings einer, die erst *künftig* geleistet werden wird. Denn bei der Aufnahme jenes Kredits versprach der Käufer seiner Bank, künftig ein dem Arbeitswert des Kredits entsprechendes Ausmaß an abstrakter Arbeit in Warenform in den Markt einzubringen, um mit dem dafür erlösten Geld den Kredit zurückzuzahlen.

Historisch betrachtet gab es Geld sicherlich schon vor der Entstehung der Möglichkeit, Schuldscheine als Zahlungsmittel zu verwenden. Dieses alte Geld hatte die Gestalt irgendeiner allseits gefragten, nicht verderblichen, einfach transportierbaren und in gleich große Teile unterteilbaren (bzw. aus vielen gleich großen Teilen bestehenden) Ware, die sich wegen all dieser Eigenschaften gut als Mittel zur Vereinfachung des Warentausches eignete. Auch die Verwendung des Schuldscheins als Zahlungsmittel ist bereits lange bekannt. Sie konnte bzw. musste dann aber erst im Kapitalismus zentrale Bedeutung erlangen, weil erst diese Gesellschaftsordnung dadurch gekennzeichnet ist, dass einerseits dem Kredit eine zentrale Rolle zukommt und andererseits das Geld nicht mehr bloßes *Tauschmittel* ist, sondern als oberstes *Handlungsziel* (als das zu Vermehrende) fungiert.

Nun aber zurück zu Wullwebers Ansatz: Weil seine Werttheorie keine Fundierung des Geldes in wertschaffender Arbeit gestattet und sein Konzept des Mastersignifikanten dem Schein erliegt, dass das Geld die Grundlage aller Werte ist, muss er für dieses Geld nun ein ganz anderes Fundament suchen. Er findet es bei der Zentralbank. Denn die verspricht dem Besitzer einer Banknote, dass es sich bei ihr „nicht um einen spezifischen Kredit, sondern um ein gesetzliches Zahlungsmittel handelt, das jederzeit mit Zentralbankgeld getauscht werden kann“.(S. 81) Diese Begründung ist Wullweber aber nicht ganz geheuer, denn er gibt zu, dass sich der entsprechende Aufdruck auf der Zehn-Pfund-Note „tautologisch anhören mag“. Ich kann ihn da nur bestätigen: Kappt man den Bezug des Geldes auf die im kollektiven Produktionsprozess geschaffenen Arbeitswerte, dann bleibt tatsächlich nur *ein Nichts* übrig, das man dann nicht anders als durch eine Tautologie begründen kann. Die tautologische Begründung des Werts des Geldes mit (Zentralbank-) Geld ist daher zwar eine geldtheoretische Nullnummer, aber aus der Perspektive von Wullwebers Position unvermeidlich.

¹⁸ Ingham ist zwar nicht der MMT zuzuordnen, vertritt aber ebenfalls eine Kredittheorie des Geldes.

2.6 Geldschöpfung aus dem Nichts

Was für das bereits im Umlauf befindliche Geld Recht ist, muss auch für das neu zu schöpfende Geld billig sein. Vor dem Hintergrund von Wullwebers Werttheorie ist es daher durchaus konsequent, wenn für ihn (auch wieder im Einklang mit der MMT!) bei jeder Kreditvergabe durch die Banken neues Geld „*ex nihilo*“¹⁹ (aus dem Nichts)“ (S. 101) erschaffen wird. Aus der Perspektive der Arbeitswerttheorie löst sich dieses Wunder dagegen in einen sehr profanen, allerdings delikaten Vorgang auf: Während für diese Theorie das bereits zirkulierende Geld als allgemeiner Ausdruck der *bereits geleisteten* und in vorhandenen Waren vergegenständlichten Arbeit fungiert, ist für sie, wie schon im vorangehenden Abschnitt angedeutet, das im Kredit geschöpfte Geld allgemeiner Ausdruck von *künftig zu leistender wertschaffender Arbeit*.

Die Folgen dieser unterschiedlichen Sicht auf die Geldschöpfung durch Kredit sind gravierend! Nichts ist tatsächlich nichts, weshalb es nichts kostet und, so paradox das auch klingt, in unendlich großer Menge vorhanden ist. Aus Wullwebers Perspektive existieren daher „für diese Form der Geldschöpfung ... keine natürlichen Grenzen.“ (S. 102) Künftig zu leistende Arbeit kostet demgegenüber Mühe und Schweiß und wird etwa im Fall eines Investitionskredits nur dann stattfinden können, wenn sehr viele Bedingungen erfüllt sind (z.B. Vorhandensein von entsprechend ausgebildeten und leistungswilligen Arbeitskräften, Arbeitsmitteln, Rohstoffen, usw.). Für die Arbeitswerttheorie birgt daher jede Geldschöpfung ein Risiko, das nur dann gewagt wird, wenn begründetes Vertrauen in das künftige Vorhandensein all jener Potentiale besteht, die für die Schaffung der dem jeweiligen Kreditvolumen entsprechenden Arbeitswerte vorausgesetzt sind. Diese Risikoüberlegung gilt sowohl für die einzelne Kreditvergabe als auch für die Gesamtverschuldung einer ganzen Volkswirtschaft. Von der jeweiligen Gegenwart aus betrachtet ist das Ausmaß jener künftigen Potentiale zur Schaffung von Arbeitswert stets innerhalb gewisser Grenzen dehnbar und offen - aber *niemals völlig unbegrenzt*.

Wie die Vergabe eines Bankkredits hat auch dessen Rückzahlung für die Arbeitswerttheorie einen anderen Stellenwert als für Wullweber. Letzterer gehen davon aus, dass das bei der Kreditvergabe aus dem Nichts geschöpfte Geld bei der Rückzahlung wieder vernichtet wird, weshalb man sagen könne, „eine Bank schöpft und vernichtet ... permanent Geld.“ (S. 83) Betrachten wir nun am Beispiel eines an einen Arbeitnehmer vergebenen Konsumkredits, was hier aus der Perspektive der Arbeitswerttheorie geschieht:

* Mit der Kreditvergabe gibt die Bank stellvertretend für diesen Kreditnehmer allen übrigen Marktteilnehmern das *Versprechen*, er werde künftig so viel wertschaffende Arbeit in die kollektive Produktion einbringen, dass er mit dem dafür bezogenen Lohn den Kredit zurückzuzahlen kann.

* Das bei der Kreditvergabe geschöpfte Geld ist Beleg dieses von der Bank gegebenen (und letztlich von der Zentralbank sowie der hinter ihr stehenden staatlichen Macht garantierten) Versprechens.

* Indem der Kreditnehmer die von ihm benötigten Konsumgüter mit dem geschöpften Geld bezahlt, gibt er den Beleg für das von der Bank in seinem Namen gegebene Versprechen weiter an die Verkäufer dieser Konsumgüter. Er erhält dafür von ihnen wertschaffende Arbeit gleicher Menge in Gestalt der erworbenen Konsumgüter.

* Danach leistet der Kreditnehmer die für die Rückzahlung des Kredits erforderliche Arbeit, erhält dafür den entsprechenden Lohn und zahlt damit seinen Kredit zurück.

* Am Ende liegt folgendes Resultat vor:

¹⁹ Hervorhebung durch J. Wullweber.

** Der Kreditnehmer hat im Zuge seiner Lohnarbeit Arbeitswert in die kollektive Produktion eingebracht und dafür Konsumgüter bezogen.

** Die Anbieter dieser vom Kreditnehmer benötigten Konsumgüter sind nun im Besitz des von der Bank geschöpften Gelds.

** Dieses Geld aber, das ursprünglich bloß ein *Vorgriff* auf erst künftig zu schaffenden Arbeitswert war, ist inzwischen zum Ausdruck der vom Kreditnehmer *geleisteten* Arbeit geworden. Es wurde durch die Tilgung des Kredits also nicht vernichtet, vielmehr hat sich dabei bloß sein ökonomischer Stellenwert *gewandelt*.

** Das einzige, was hier vernichtet wurde, ist das Minus am Bankkonto des Arbeitnehmers, das nun wieder auf null gestellt ist.

Ist dieser Sicht der Dinge korrekt, dann ist sie auch auf die Betrachtung der Staatsverschuldung anzuwenden: Kredite der Zentralbank an den jeweiligen Staat wären in diesem Fall kein Zugriff des Staates auf ein aus dem Nichts geschöpftes Geld, sondern *Vorgriffe auf künftig zu schaffenden Mehrwert*. Und die Grenzen der Staatsverschuldung wären dann im Gegensatz zur Annahme der MMT nicht einfach mit dem Volumen der unausgelasteten Produktionskapazitäten gegeben, sondern mit dem Vertrauen des Kapitals in das Potential der jeweiligen Volkswirtschaft, künftig jene Menge an Mehrwert zu erzeugen, die zur Bedienung der Staatsschuld erforderlich sein wird.

Auch Wullweber fühlt intuitiv, dass der Wert des bereits zirkulierenden und des durch Kredit schöpfbaren Gelds eng mit dem Vertrauen in das vorhandene und künftig erreichbare Potential zur Schaffung von Arbeitswert zusammenhängt. In Ermangelung einer diesen Zusammenhang explizierenden Werttheorie kann ihn aber nicht mit begrifflicher Schärfe erfassen, sondern muss sich auf die richtige, aber unbegründet bleibende Bemerkung beschränken, dass „das Vertrauen in die Geldwertstabilität ... von der Bewertung zahlreicher Faktoren ab(hängt)“ - unter anderem von der Bewertung der „Wirtschaftspolitik der Regierungen, der wahrgenommenen Stärke der Volkswirtschaft, dem Bildungsniveau ... und anderen Faktoren.“ (S. 92)

2.7 Geldtheorie und Krisentheorie

Krisentheorie ist zwar nicht Teil der hier thematisierten geldtheoretischen Grundlagen der MMT. Da jedoch Geldpolitik zu den wichtigsten Instrumenten der Bekämpfung von Wirtschaftskrisen zählt, besteht ein enger praktisch-politischer Zusammenhang zwischen den Themen 'Geld' und 'Krise', der entsprechende theoretische Querbezüge spiegelt. Ihnen will ich nun im Zuge der Fortsetzung meiner Auseinandersetzung mit Joscha Wullwebers Buch ein Stück weit nachgehen.

Was Wullweber beim Thema 'Krise' mit dem Marxismus eint, ist die Einsicht, dass Krisen im kapitalistischen Wirtschafts- und Finanzsystem unvermeidbar sind. Aus der Perspektive des Marxismus wurzelt diese Krisenhaftigkeit nicht im Finanzsystem sondern in der sogenannten Realwirtschaft. Denn für ihn ist alles Wirtschaften ein kollektives Produzieren von Arbeitswerten, in dessen Kontext das Geld bloß die Rolle eines sich unter bestimmten Produktionsbedingungen notwendigerweise entwickelnden Organisations- und Steuerungsinstruments spielt. Die Analyse des Finanzsystems hat daher hier, wie bereits festgestellt, den Stellenwert der Untersuchung eines sehr wichtigen *Subsystems* der kapitalistischen Ökonomie. Wullwebers Konzentration auf die Finanzkrisen ist zwar vor dem Hintergrund der finanzwirtschaftlichen Fragestellungen seines primär mit der Rolle der Zentralbanken befassten Buchs verständlich. Was dabei aber fehlt, ist ein deutlicher Hinweis auf die beschränkte Reichweite dieser Fragestellungen und die entsprechend beschränkte Erklärungskraft aller nur auf diese Fragestellungen bezogenen Antworten. Ich vermisse mit anderen Worten die Feststellung, dass die von Wullweber erörterten Finanz-

krisen letztlich *vor dem Hintergrund der Krise des übergeordneten Gesamtsystems* analysiert werden müssten. Die Ursache des bei ihm an diesem Punkt offenbar fehlenden Problembewusstseins finde ich wieder in seiner die Produktion der Werte ausklammernden Werttheorie.

Diese Ausblendung des Produktionsaspekts führt beim Thema 'Krise' erstens zu falschen Akzentsetzungen, zweitens zu Leerstellen und drittens zu Fehlern in der Argumentation.

Ein Beispiel *für falsche Akzentsetzungen* ist Wullwebers Behandlung der Covid-19-Krise. Sie ging von einer durch Lockdowns bedingten drastischen Schrumpfung der Realwirtschaft aus und entwickelte sich erst in der Folge zu einer Finanzkrise. Wullweber verfehlt diesen tatsächlichen Ablauf, wenn er von den „beiden großen Finanzkrisen“ (S. 134) spricht und mit der zweiten der beiden offensichtlich die Covid-19-Krise meint.

Ein Beispiel für *Leerstellen* zeigt sich bei der Präsentation von Minskys Modell des Ablaufs von Finanzkrisen.²⁰ Dieses Modell unterscheidet „verschiedene Phasen einer Finanzkrise“ (S. 115), wobei in der dritten Phase folgendes geschieht: „Die Wirtschaft und somit die Gewinnerwartungen kühlen sich ab.“ (S. 116) Hier fehlt die Erklärung des Abkühlens der Gewinnerwartungen. Für die marxistische Ökonomie liegt sie darin, dass im Verlauf des Krisenzyklus ab einem bestimmten Punkt notwendig *Mehrwertmangel*²¹ im System entsteht: Denn in der Aufschwungphase wurde so viel Mehrwert als Kapital akkumuliert, dass die vorhandene Arbeitskraft nicht mehr ausreichend 'frischen' Mehrwert produzieren kann, um eine zufriedenstellende Verwertung dieses Kapitals sicherzustellen. Die Folge ist ein Sinken der durchschnittlichen Profitrate, welches dann zu der von Minsky konstatierten (aber nicht ausreichend erklärten) Abkühlung der Gewinnerwartungen führt.

Ein Beispiel für *Argumentationsfehler* finde ich in Wullwebers Kritik an den Rationalitätsannahmen der neoklassischen Ökonomie. Ihr wirft er vor, sie gehe von der falschen Annahme aus, „dass Investoren langfristig rational handeln“. Er selbst vertritt die konträre These, dass Investoren „häufig irrational und emotional“ (S. 117) agieren und sieht in dieser von den Verhaltensökonominnen durch das Konzept des „irrationalen Übermuts“ (S. 118) bestätigten Tendenz die unvermeidbare Ursache von Krisen. Aus der Perspektive der marxistischen Ökonomie ist demgegenüber festzuhalten, dass die kapitalistische Wirtschaft *selbst bei völlig rationalem Verhalten der Investoren* notwendig ein zyklisches Verlaufsmuster zeigt. Ursache dafür ist nicht nur die eben erwähnte Dynamik der Überakkumulation von Mehrwert. Denn daneben ist abgesehen von einer komplementären Dynamik der Unterkonsumtion auch eine zu den zyklischen Schwanken hinzutretende überzyklisch fallende Tendenz der Profitrate zu berücksichtigen. Es handelt sich dabei nicht um eine simple Mechanik, die den Kapitalismus mit quasi-naturgesetzlicher Notwendigkeit zerstört, sondern eben bloß um eine Tendenz. Diese führt dazu, dass in bestimmten Phasen der Entwicklung des

²⁰ Der US-amerikanische Ökonom Hyman P. Minsky (1919 bis 1996) wurde wesentlich geprägt durch die Theorien von John Maynard Keynes und gilt seinerseits als einer der wichtigsten Vorläufer der MMT. Er vertrat die Auffassung, dass die Finanzierungsprozesse einer kapitalistischen Ökonomie aus sich heraus destabilisierende Kräfte entwickeln.

²¹ Zum Begriff des Mehrwerts: Aus der Perspektive der marxistischen Arbeitswerttheorie hat die vom Kapitalisten erworbene Ware 'Arbeitskraft' wie jede andere Ware einen bestimmten Arbeitswert. Er entspricht dem Quantum der für ihre (Re-)produktion erforderlichen Arbeit. Der Kapitalist bezahlt den Wert der Ware 'Arbeitskraft' mit dem Arbeitslohn und lässt die Arbeitskraft Waren produzieren. Dabei überträgt die Arbeitskraft einerseits den Arbeitswert aller verwendeten Produktionsmittel und andererseits ihren eigenen, im Lohn bezahlten Arbeitswert auf die erzeugten Waren. Darüber hinaus fügt sie den Waren ein von Dauer und Intensität ihrer Arbeit abhängendes Quantum an *Mehrwert* zu. Die Aneignung dieses Mehrwerts durch den Kapitalisten bezeichnet Marx als *Ausbeutung* der Lohnarbeit.

Akkumulationsprozesses einerseits die Schärfe der Krisen zunimmt, währende andererseits die Kraft der Konjunkturaufschwünge nachlässt. Will der Kapitalismus jene kritischen Phasen überleben, muss er jeweils ein neues Akkumulationsmuster entwickeln. Das ist mit so tiefgreifenden Wandlungen seines gesamten soziokulturellen und politischen Überbaues verbunden, dass viele Marxisten vom Übergang zu einem *neuen Akkumulationsregime* sprechen.

Die Entwicklung des Finanzsektors und seiner Krisen kann nur vor dem Hintergrund dieser im Gesamtsystem der kapitalistischen Ökonomie ablaufenden Prozesse verstanden werden. Wer etwa die Vorgeschichte der globalen Finanzkrise der Jahre 2007 bis 2009 schreiben wollte, hätte davon auszugehen, dass ab der Mitte der neunzehnsiebziger Jahre, als die lange Nachkriegsprosperität zu Ende ging und die Profitraten in den wichtigsten kapitalistischen Metropolen deutlich sanken, einer der eben erwähnten Übergänge zu einem neuen Akkumulationsregime stattfand. Die damalige Antwort des Kapitals auf das Sinken der durchschnittlichen Profitrate lässt sich als Doppelstrategie beschreiben. Zum einen forcierte man nun energisch die bereits davor angelaufene Globalisierung der Kapitalverwertung, welche Massen von unorganisierten Arbeitskräften in den Akkumulationsprozess einschleuste. Zum anderen förderte man auf politischer Ebene die Etablierung neoliberal agierender Regierungen. Deren Maßnahmen zur Deregulierung des Kapitalverkehrs und des Finanzsektors schufen den institutionellen Rahmen für eine noch konsequentere Internationalisierung der Produktion, während der von ihnen in die Wege geleitete Rückbau des Sozialstaates zusätzlichen Druck auf die ohnehin bereits von der Globalisierung in die Enge getriebenen Arbeitskräfte der Metropolen des Kapitals ausübte.

Dort, wo Wullweber danach fragt, woran es liege, „dass die Finanzindustrie so bedeutend geworden ist“ (S. 126), klammert er die eben angedeutete Rolle des Finanzsektors bei der erwähnten Doppelstrategie zur Stabilisierung der Profitrate völlig aus – was als eine weitere Leerstelle seiner Argumentation zu bemängeln ist.

Das skizzierte Vorgehen verhalf dem Gesamtkapital in den ersten Jahren des nun etablierten neoliberalen Akkumulationsregimes zu einer sehr deutlichen Ex- und Intensivierung der Ausbeutung menschlicher Arbeitskraft. Sie verbesserte die Mehrwertbilanz der globalen Produktion so stark, dass man den Fall der durchschnittlichen Profitrate vorübergehend stoppen konnte. Die als Begleitmaßnahme zur Globalisierung in die Wege geleitete Dynamisierung des Finanzsektors führte dann aber letztlich zu einer immer stärkeren Vorherrschaft des Finanzkapitals über das Realkapital und damit zu einer neuerlichen Bremsung der realwirtschaftlichen Dynamik. Die globale Finanzkrise war schließlich der Anfang vom Ende der neoliberalen Spielanordnung und zugleich der Startschuss für ein abermaliges Ringen um ein neues Akkumulationsregime, das aus der Perspektive des Kapitals in der Lage sein sollte, den nun vermutlich wieder im Gang befindlichen Fall der durchschnittlichen Profitrate zu bremsen. Der noch immer andauernde Kampf um die Konturen dieser neuen Spielanordnung findet auf verschiedenen Ebenen statt und wird jeweils vorangetrieben von den die einzelnen Ebenen erfassenden Krisen - allesamt Teile einer im Gesamtsystem wütenden multiplen Krise. Wullwebers Beschreibung des Agierens der Zentralbanken im Verlauf und nach der globalen Finanzkrise deutet darauf hin, dass die Auseinandersetzung zwischen den unterschiedlichen Steuerungslogiken des Marktliberalismus und der staatlicher Souveränitätsmacht um die künftige Art der Lenkung der Finanzwirtschaft noch im Gang ist und erst im Gefolge weiterer Verschärfungen der multiplen Systemkrise entschieden wird.

2.8 Zur Rolle der Schattenbanken

Wullwebers Buch leistet im Wesentlichen zweierlei (Wansleben 2022): Zum einen rekonstruiert es die wichtigsten Entwicklungen in den Finanzsystemen seit den 1970er Jahren, wobei sein Augenmerk vor allem dem Aufstieg der weitgehend unregulierten Schattenbanken gilt, der zu neuen, sich selbst verstärkenden Krisenmechanismen führte. Zum anderen zeigt es auf, dass die privaten Sicherheitsnetze, mit denen sich jene Schattenbanken gegen Risiken absichern, durch diese Krisenmechanismen überfordert werden, was dann die Zentralbanken im Verlauf der jüngsten Krisen zur Etablierung einer völlig neuen Sicherheitsarchitektur zwang. Wullweber beschreibt all dies aus einer nur auf die Finanzwirtschaft bezogenen Krisen- und Sicherheitsperspektive. Eine die Tiefenebene der Arbeitswerte mitberücksichtigende gesamtwirtschaftliche Betrachtung muss demgegenüber darauf hinweisen, dass die in diesem Buch untersuchten finanzwirtschaftlichen Vorgänge auch entscheidende Konsequenzen für die darin weitgehend ausgeblendete Dynamik der Realwirtschaft haben.

Ich will diese Behauptung nun anhand eines Beispiels belegen und beginne mit einigen Worten zu dem von Wullweber beschriebenen System der Schattenbanken (S. 23).²² Es vermittelt Kredite und Wertpapiere und ist für Kreditnehmer oft attraktiver als die traditionellen Banken, weil man sich hier die Liquidität sehr günstig verschaffen kann und dabei deutlich weniger Restriktionen unterliegt als im regulierten Bankensektor. Mittlerweile bewältigt das System der Schattenbanken, zu dessen wichtigsten Akteuren Geldmarktfonds, Hedgefonds und Investmentbanken²³ gehörten, fast fünfzig Prozent des weltweiten Kredithandels. Sein zentrales Finanzierungsinstrument sind jene bereits erwähnten und kurz erläuterten Rückkaufvereinbarungen, welche man als 'Repos' (repurchase agreements) bezeichnet.

Durch die Anwendung dieses Finanzierungsinstruments findet eine kontinuierliche „Integration von Geld- und Kapitalmarkt“ (S. 142) statt, und Wullweber analysiert die damit verbundenen neuen Risiken. Aus der Perspektive der für die Dynamik des kapitalistischen Wirtschaftssystems zentralen Produktion von Wert und Mehrwert vollbringen die Repos aber neben der Integration von Geld und Kapitalmarkt noch eine andere, nicht minder risikobehaftete Leistung. Um sie zu verstehbar zu machen, ist zunächst nochmals an die am Ende des vorangehenden Abschnitts konstatierte Krise des neoliberalen Akkumulationsregimes mit einer vermutlich schon seit einiger Zeit wieder sinkenden durchschnittlichen Profitrate zu erinnern. Der für dieses Sinken verantwortliche Mehrwertmangel wird nicht nur durch immer stärkeren Vorgriff auf erst künftig zu schaffenden Arbeitswert im Rahmen des staatlichen Deficit Spending kompensiert. Daneben bemüht man sich auch um eine Steigerung der Effizienz der Verwertung der bereits im System in Form von Geld und Anleihen vorhandenen Mehrwertmassen.

²² Diese und die folgenden Seitenangaben beziehen sich wieder auf das Buch „Zentralbankkapitalismus“ (Wullweber 2021).

²³ *Geldmarktfonds* sind Investmentfonds, die in Bankguthaben und liquide Geldmarktinstrumente wie Anleihen, festverzinsliche Wertpapiere mit kurzer Restlaufzeit u. dgl. investieren. *Hedgefonds* (to hedge = absichern) sind aktiv gemanagte und abseits der Börse gehandelte Investmentfonds, die das Ziel der Erwirtschaftung einer maximalen Rendite verfolgen und dabei oft hohe Risiken eingehen. *Investmentbanken* sind Kreditinstitute, zu deren Kernaufgaben das Investmentgeschäft, die Vermögensverwaltung für ihre Kunden, der Handel mit Wertpapieren sowie die Unterstützung von Unternehmen bei Kapitalmaßnahmen (etwa einem Börsengang) gehören.

Und genau diese *Steigerung der Verwertungseffizienz* ist offenbar die *Leistung der Schattenbanken* bei der von ihnen gemanagten Integration von Geld- und Kapitalmarkt. Durch ihr Agieren entstehen Verkaufsketten, bei denen ein und dasselbe (zuvor gleichsam 'brach liegende') Wertpapier im Rahmen von Repo-Transaktionen mehrmals verkauft wird, wobei man bei jedem der Verkäufe Geld mobilisiert, mit dem dann kurzfristig Profit gemacht wird. Je öfter das in einer solchen Verkaufskette weitergereichte Wertpapier in einem bestimmten Zeitraum verkauft wird, desto mehr Profit entsteht allein schon durch diese Verkäufe. Und je lukrativer die Geschäfte sind, die man mit dem bei jenen Verkäufen mobilisierten Geldkapital macht, desto mehr zusätzlicher Profit wird durch dieses Wertpapier im betreffenden Zeitraum generiert.

Wäre das Wertpapier während seiner gesamten Laufzeit im Safe seines Besitzers gelegen, hätte es sich erst am Ende der Laufzeit verwertet. Bis dahin hätte dieser Wert nur virtuell (als Hoffnung auf Verwertung) existiert. Wenn das Papier aber in der Zwischenzeit verkauft wird, realisiert und verwertet sich dieser virtuelle Wert bei jedem dieser Verkäufe. Denn der jeweilige Besitzer des Wertpapiers tauscht ihn gegen geliehenes Geld ein (= Realisierung), das sich dann bei einer Investition kurzfristig als Kapital verwertet. Auf diese Weise entsteht durch die von den Schattenbanken gemanagten Repo-Transaktionen eine *extreme Steigerung des Verwertungstakts des Kapitals*.

An dieser Stelle erhebt sich allerdings eine entscheidende Frage: Wie oft kommt es bei diesen meist nur sehr kurzfristigen Verwertungen zu *tatsächlicher Produktion von Wert und Mehrwert?* - bzw. umgekehrt: Wie oft wird das bei Repo-Krediten nur für kurze Zeit geliehene Geld bloß für Spekulationen genützt? Letzteres würde zwar die Profite der Finanzspekulanten, nicht jedoch die Gesamtmasse des im System vorhandenen Mehrwerts erhöhen. Das wäre dann gleichbedeutend mit einem negativen Effekt für die Realwirtschaft - und damit letztlich auch für das Gesamtsystem 'Kapitalismus'. Es würde nämlich heißen, dass es im Gefolge der verstärkten Aktivitäten der Schattenbanken zu einer Erhöhung des Anteils des Finanzsektors an der Gesamtmasse des vom System generierten Profits *auf Kosten der Realwirtschaft* kommt. Weil Wullweber die Produktion und Aneignung von Wert und Mehrwert in seiner Werttheorie ausblendet, stellt er diese für die Einschätzung der Rolle Schattenbanken bedeutsame Frage nicht.

2.9 Kritik der postkeynesianischen Alternative

Am Ende seines Buches warnt Wullweber davor, „nach Überwindung der Covid-19-Krise zurück zur Schuldenbremse, also zur Reduzierung der Staatsausgaben“ (S. 253) zu gehen und zeigt Sympathie für die „von vielen Ökonominen und Ökonomen (geforderte) ... Abkehr von der Austeritätspolitik“ (S. 253).

Ich stimme dem prinzipiell zu, vermisste an dieser Stelle aber eine Diskussion der durch die grundlegenden Bewegungsgesetze der kapitalistischen Wirtschaft vorgezeichneten *Grenzen* dieses Weges der Krisenbekämpfung. Vor dem Hintergrund jener Bewegungsgesetze gälte es dabei im Hinblick auf die von den Vertreter*innen der MMT und anderen Postkeynesianer*innen forcierte Politik des Deficitspending zwischen drei Arten von Budgetdefiziten zu unterscheiden:

1. Defizite, die bei der Bekämpfung akuter zyklischer Krise in Kauf zu nehmen sind,
2. Defizite, mit denen zukunftssträchtige Investitionen als „soziale, ökologische und nachhaltige Antworten auf den Klimawandel und andere gesellschaftliche Herausforderungen“ (S. 256) finanziert werden, und
3. schließlich Defizite, die als Dauermedikation gegen den chronischen Mehrwertmangel (sprich: die chronische Wachstumsschwäche) einer vom tendenziellen Fall der Profitrate betroffenen Wirtschaft fungieren.

Meine Skepsis resultiert aus der Betrachtung des Geschehens auf der Tiefenebene der Arbeitswerte und bezieht sich sowohl auf die zweite als auch auf die dritte Art der Budgetdefizite. Jene des zweiten Typs müssten eine so starke wirtschaftliche Dynamik erzeugen, dass es dem Kapitalismus wieder gelingt, die für eine Erholung der Renditen und die Bedienung der Schulden erforderliche Mehrwertmasse zu produzieren. Angesichts der tiefen Spaltung der Gesellschaft sehe ich sehr schlechte Chancen für die Realisierung eines entsprechend groß angelegten sozialdemokratischen New Deals, bei dem Kapital und Arbeit vorübergehend an einem Strang ziehen und so jene *Rückkoppelungseffekte* erzeugen, die unerlässlich wären für einen Erfolg dieses zweiten Typs des Deficitspending.

Wegen der nach verschiedensten Richtungen hin einzugehenden politischen Kompromisse droht ein Szenario, in dem es letztlich nur zu der dritten Art des Deficitspending kommt. An diesem Punkt erhebt sich die Frage, wohin es führt, wenn man versucht, chronischen Mehrwertmangel durch *permanente Vorgriffe auf erst zu schaffenden Mehrwert* auszugleichen. Die von den Zentralbanken im Wechselspiel mit den sich verschuldenden Staaten praktizierte Geldschöpfung kann zwar den *potentiellen* künftigen Mehrwert jederzeit *als Geld* in die Gegenwart hereinholen. In einer Wirtschaftsordnung, deren Dynamik auf der privaten Aneignung des Mehrwerts fußt, lebt aber die mit dem Deficitspending einhergehende Geldschöpfung letztlich vom Vertrauen aller Investoren darauf, dass die Arbeitskräfte künftig den ihr entsprechenden Mehrwert *tatsächlich* erzeugen werden. Bricht dieses Vertrauen ein, besteht höchste Gefahr, dass die wirtschaftliche Dynamik dauerhaft zum Erliegen kommt.

Die *Schlussfolgerung* aus den vorangehenden Überlegungen liegt auf der Hand: Es gibt keine 'richtige' Geld- und Fiskalpolitik, die es ermöglichen würde, innerhalb der Systemgrenzen des Kapitalismus eine dauerhaft krisenresistente, sozial und ökologisch nachhaltige Ökonomie zu etablieren. Wer eine solche Ökonomie ernsthaft anstrebt, sollte die aus einer naiven Rezeption der Modern Monetary Theory resultierenden Illusionen abstreifen und sich mit dem Gedanken anfreunden, dass wir auf dem Weg zu diesem Ziel die Grenzen der kapitalistischen Wirtschaftsordnung überschreiten müssen.

Bibliographie

- Bayer, Kurt (2023): „Ist Geld wirklich alles?“ Rezension zu „Staat Macht Geld: Modern Monetary Theory oder das Ende der schwarzen Null“ von Monika Stemmer; *Falter*, 7. 6. 2023.
- Blaha Barbara (2023): „Die Profit-Preis-Spirale“. Kommentar, *Kurier*, 18. 3. 2023.
- Blanchard, Olivier Jean, Summers, Lawrence Henry (2017): „Rethinking Stabilization Policy: Evolution Or Revolution? Cambridge: National Bureau Of Economic Research“, Working Paper 24179.
- Busch, Ulrich (Hrsg.) (2022): „Neue Geldpolitik. Theoretische Grundlagen und monetäre Praxis“, *Berliner Debatte Initial*, 33, 2, Berlin: Berliner Debatte Initial e.V.
- Czasny, Karl (2018): *Kritik des Arbeitswerts: Zum zentralen Begriff der ökonomischen Theorie von Karl Marx*. Köln: PapyRossa Verlag.
- Czasny, Karl (2023): „Wie die Wohnungen unleistbar wurden – zum Beispiel in Österreich“, <http://wp.links-netz.de/?p=602>.
- Ehnts, Dirk (2022): *Modern Monetary Theory. Eine Einführung*, Wiesbaden: Springer Gabler.
- Ehnts, Dirk (2022): „Was wir nicht importieren, hat auch keinen Einfluss auf unsere Preise. Sechs Fragen an Dirk Ehnts zu Inflation und Modern Monetary Theory“, <https://www.soziopolis.de/was-wir-nicht-importieren-hat-auch-keinen-einfluss-auf-unsere-preise.html>.

- Eich, Stefan (2022): „Die Vergesellschaftung des Geldkraftwerks. Rezension zu ‚Die monetäre Maschine. Eine Kritik der finanziellen Vernunft‘ von Aaron Sahr“, <https://www.soziopolis.de/die-vergesellschaftung-des-geldkraftwerks.html>.
- Felber, Christian (2012): „Was in Davos leider nicht zur Debatte steht. Kommentar“, *Der Standard*, 28. 1. 2012.
- 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.
- Lingens, Peter Michael (2017): „Armes, krankes Geburtstagskind. Kommentar“, *profil*, 10. 4. 2017.
- Sahr, Aaron (2022): *Die monetäre Maschine. Eine Kritik der finanziellen Vernunft*. München: C.H.Beck.
- Schellhorn, Franz (2021): „Die Vermögenssteuer für jedermann. Kommentar“, *profil*, 21. 5. 2021.
- Schellhorn, Franz (2022): „Schöner Traum, böses Erwachen. Kommentar“, *profil*, 24. 4. 2022.
- Stemmer, Monika (2023): *Staat Macht Geld. Modern Monetary Theory oder das Ende der schwarzen Null*, Frankfurt am Main: Westend Verlag.
- Stütze, Ingo (2021): „Money makes the world go green? Eine Kritik der Modern Monetary Theory als geldtheoretisches Konzept“, *PROKLA. Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft*, 51. Jg, Nr. 1, S. 71–94.
- Walterskirchen, Ewald (2016): „Neukeynesianismus und Postkeynesianismus: Was für ein Unterschied!“, *Wirtschaft und Gesellschaft*, 42. Jg., H. 3, S. 405–430.
- Wansleben, Leon (2022): „Hüter des Schattengeldes.“ Rezension zu „Zentralbankkapitalismus. Transformationen des globalen Finanzsystems in Krisenzeiten“ von Joscha Wullweber, <https://www.soziopolis.de/hueter-des-schattengeldes.html>.
- Wullweber, Joscha (2021): *Zentralbankkapitalismus. Transformationen des globalen Finanzsystems in Krisenzeiten*, Berlin: Suhrkamp Verlag.

E-Mail-Adresse des Verfassers: karl.czasny@aon.at