



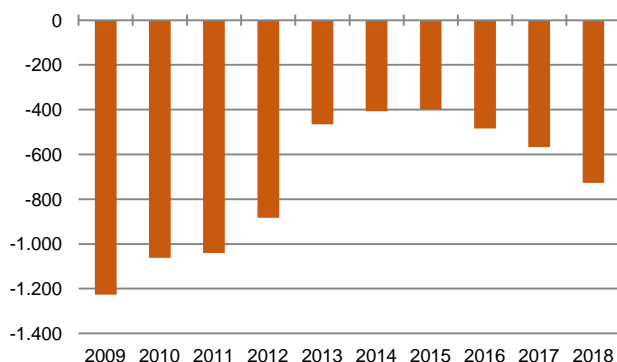
Dr. Martin W. Hüfner  
Chief Economist

- > Überblick über die Modern Monetary Theory, die derzeit in vielen Diskussionen herumgeistert.
- > Die MMT ist ein Plädoyer für hohe öffentliche Defizite. Sie schaffen Wachstum, treiben nach der Theorie aber weder Inflation noch Zinsen nach oben.
- > Die Theorie ist nicht eine Spielerei der Volkswirte. Sie wird unter anderem im amerikanischen Präsidentschaftswahlkampf eine Rolle spielen.

Eine neue Theorie macht Schlagzeilen. Sie stammt von Volkswirten, wird aber vor allem an den Kapitalmärkten und in der Politik heftig diskutiert. Bei einigen ruft sie wütende Kommentare hervor. Larry Fink oder Bill Gates bezeichnen sie als "Müll" und "dummes Gerede". Jan Hatzius, der kluge Chefvolkswirt von Goldman Sachs sieht in ihr dagegen nützliche Gedanken, die bei der Zinsprognose helfen können. Bei den nächsten Präsidentschaftswahlen in den USA wird die Theorie eine wichtige Rolle spielen. Es lohnt sich daher, sich näher damit zu befassen.

Gemeint ist die Modern Monetary Theory (MMT). Sie stellt eine Reihe von den Erkenntnissen, die heute Allgemeingut sind, auf den Kopf. Im Mittelpunkt ihrer Überlegungen stehen die öffentlichen Defizite. In der traditionellen Theorie gelten Defizite mehrheitlich als schlecht, weil sie das Vertrauen an den Finanzmärkten unterminieren, die Zinsen erhöhen, private Investitionen verdrängen und weil sie ein Zeichen dafür sind, dass der Staat mit den Steuergeldern nicht vernünftig umgehen kann.

**STEIGENDE DEFIZITE**  
US-Bundshaushalt in USD Mrd.



Quelle: Fred

Ganz anders die Vertreter der Modern Monetary Theory. Für sie sind öffentliche Defizite Voraussetzung für eine wachsende Wirtschaft. Der Grund dafür liegt in der Annahme, dass das Geld heute nichts von außen vorgegebenes ist (wie in der Goldwährung oder wie zu Zeiten von Bretton Woods), sondern ein "Geschöpf des Staates"

(Georg Friedrich Knapp). Geld entsteht allein durch die Ausgaben der öffentlichen Hand. Sie schaffen Einkommen und statten die Menschen mit finanziellen Mitteln aus.

Je mehr der Staat ausgibt, umso mehr Einkommen und umso mehr Geld gibt es. Den Menschen geht es besser. MMT enthält eine klare Aufforderung an die öffentliche Hand, möglichst viel auszugeben, um damit die Wohlfahrt der Gesellschaft zu erhöhen. Sie sollte alle freien Kapazitäten nutzen und allen Arbeitslosen Beschäftigung geben.

---

### »Die Zentralbanken spielen in dem Modell keine Rolle.«

---

Problematisch wird es erst dann, wenn der Staat mehr ausgibt, als mit den vorhandenen Ressourcen erstellt werden kann. Dann entsteht Inflation. Hier kommen die Steuern und Staatsanleihen ins Spiel. Sie sind nach Ansicht der Vertreter der MMT nicht dazu da, die Ausgaben zu finanzieren. Sie dienen vielmehr dazu, Geld abzuschöpfen, wenn die Staatsausgaben über das Produktionspotenzial hinausgehen. Hauptzweck der Steuern ist also, Preissteigerungen zu verhindern. Im Übrigen sollen sie natürlich auch die Einkommensverteilung beeinflussen und Incentives für nachhaltiges Wirtschaften oder andere soziale Ziele geben.

Wenn am Schluss als Saldo aus Ausgaben und Einnahmen ein Defizit herauskommt, ist das nach Ansicht der MMT kein Weltuntergang. Im Gegenteil. Es ist in einer wachsenden Wirtschaft notwendig, weil sonst nicht genügend Geld da ist, um die Expansion zu finanzieren. Die Austeritätspolitik, die in Europa so wichtig ist, ist in den Augen der MMT wachstumsfeindlich und deflationär. Im Übrigen haben die Vertreter der Theorie vor allem Situationen im Blick, in denen keine Vollbeschäftigung herrscht. Also Rezessionen, Wirtschaftskrisen oder wenn es aus demografischen Gründen eine säkulare Stagnation gibt.

Die Zinsen können durch höhere Defizite nicht steigen. Denn zusammen mit den größeren Fehlbeträgen nimmt die Geldmenge zu. Das alimentiert den Kapitalmarkt. Die

## Eine Theorie zum Gelddrucken

17. April 2019

Vertreter der MMT verweisen als empirisches Beispiel auf die Zeit nach der Großen Finanzkrise 2008/2009, als die öffentlichen Defizite drastisch nach oben gingen, die Zinsen aber gleichzeitig auf neue Tiefstände sanken. Auch Japan hat hohe Defizite, eine geringe Preissteigerung und niedrige Zinsen.

Die Zentralbanken spielen in dem Modell keine Rolle. Sie sind Teil des Staatssektors. Ihre Unabhängigkeit ist kein Thema. Sie können die Zinsen letztlich beliebig festsetzen. Ein Paradox ist, dass höhere Zinsen per Saldo expansiv wirken. Denn bei höheren Zinsen erhöht sich der Schuldendienst des Staates, seine Ausgaben steigen und es wird mehr Geld geschaffen. Nach der gleichen Logik sind niedrige Zinsen wachstumsfeindlich.

Politisch spielt die Theorie eine zunehmende Rolle. In den USA hat sie Anhänger vor allem bei den Demokraten. Diese begründen damit beispielsweise, dass die von ihnen geforderten Infrastrukturinvestitionen oder zusätzlichen Ausgaben im Gesundheitswesen keine negativen Effekte für die Inflation haben. Ihr früherer Präsidentschaftskandidat Bernie Sanders und die Kongressabgeordnete Alexandria Ocasio-Cortez sind wichtige Vertreter der MMT. Beraterin von Sanders ist Stephanie Kelton, einer der besten Köpfe der MMT. In Großbritannien liebäugelt die Labour Party mit der neuen Theorie.

In Europa spielt die MMT bisher keine größere Rolle. Das hängt nicht zuletzt damit zusammen, dass es in der Währungsunion keinen Staat gibt, der durch seine Ausgaben die Geldmenge bestimmt. Die Vertreter der MMT plädieren daher auch für einen europäischen Finanzminister, der für die Staatsausgaben im Euroraum verantwortlich ist.

Die Stärke der MMT besteht darin, dass sie wichtige Erkenntnisse, die heute Allgemeingut sind, in Frage stellt. Sie zwingt, eingefahrene Positionen zu überdenken. Die Schwäche ist, dass die Dynamik des Privatsektors als wichtigstem Wachstumstreiber in den Modellen nicht vorkommt. Es ist immer nur vom Staat die Rede. Die ohnehin schon hohe Staatsquote wird durch MMT noch weiter steigen. Zudem gibt es niemanden, der den Staat bremsen kann, wenn er seine Ausgaben stärker erhöht und damit Inflation schafft.

## Für den Anleger

Aus der Modern Monetary Theory ergeben sich direkt keine Anlageempfehlungen. Schauen Sie sich die Theorie trotzdem an. Dann wissen Sie, welche Argumente in Zukunft auf Sie zukommen könnten. Nur glauben dürfen Sie nicht alles, was dort gesagt wird.

**Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com).  
Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com).**

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

**Rechtliche Hinweise**

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u. a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zum Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsunterlagen (wie z. B. Prospekt und Wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com) erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode. Simulationen erfolgen auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. Die Assenagon Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Sollten Sie nicht der für die jeweilige E-Mail bestimmte Adressat sein, informieren Sie bitte unverzüglich den Absender und löschen die E-Mail aus Ihrem System. Jede Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe wie auch das Ergreifen oder Unterlassen von Maßnahmen im Vertrauen auf erlangte Information ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen, da E-Mails abgefangen und verfälscht werden oder Viren enthalten bzw. zu spät oder unvollständig ankommen können.