

Modern Monetary Theory



*Von Dr. Daniel R. Witschi, CFA
Chief Investment Officer (CIO)
Mitglied der Geschäftsleitung
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers*

Über ein Jahrzehnt nach der globalen Finanzkrise 2007/08 verläuft die wirtschaftliche Entwicklung der Industrienationen noch immer schleppend. Die Inflation scheint resistent gegenüber der ultra-expansiven Geldpolitik der letzten Jahre gewesen zu sein. Der Zielwert von 2% p.a. ist unerreicht und der Markt erwartet gar weitere 30 Jahre tiefer Inflation. Entsprechend sind auch die Zinsen in den letzten Jahren nicht angestiegen, sondern immer tiefer gefallen.

Die heutige Situation wird vom ehemaligen US-Finanzminister Larry Summers als säkulare Stagnation bezeichnet. Säkulare Stagnation beschreibt eine andauernde Phase mit schwachem Wirtschaftswachstum, tiefen Realzinsen und



*und Timo R. A. Mayr
Senior Investment Strategist
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers*

niedriger Inflation. Eine solche Situation kann entstehen, wenn die Wirtschaftsakteure zu wenig investieren und zu viel sparen, wodurch das Wirtschaftswachstum gebremst wird. In solch einem Umfeld sind die Zentralbanken machtlos und können das Wirtschaftswachstum nicht weiter stimulieren, da die Nominalzinsen bereits ihre Untergrenze erreicht haben.

Gemeinsam mit den veränderten ökonomischen Rahmenbedingungen hat die Wirkungslosigkeit der traditionellen Geldpolitik die Entwicklung neuer wirtschaftspolitischer Ideen gefördert. In der sogenannten Modern Monetary Theory (MMT) werden diese Ideen sehr vereinfacht und übertrieben dargestellt.

Was ist MMT?

Grundgedanke der MMT ist, dass staatliche Defizite nicht zwingend schlecht sind. Regierungen sollen die Wirtschaft vermehrt durch Staatsausgaben und Steuern in die richtigen Bahnen lenken und somit die Zentralbanken entlasten. Dieser Ansatz geht davon aus, dass Staatsverschuldung zur Erreichung der Vollbeschäftigung und somit zur Maximierung des Gemeinwohls eingesetzt werden kann.

Die Emission von Staatsanleihen erhöht die Verschuldung des Staates bei der Zentralbank und gibt ihm neues Geld, welches in der Privatwirtschaft ausgegeben werden kann. Somit kann der Staat die schwindende private Nachfrage kompensieren und die wirtschaftliche Aktivität stimulieren. Die Höhe der Verschuldung ist dabei unproblematisch, solange der Staat eine eigene Zentralbank hat. Notfalls ist die Zentralbank nämlich immer in der Lage, die Staatsanleihen wieder zurückzukaufen. Weil die Zentralbank diese Einlagen selber erzeugt, kann ihr das Geld niemals ausgehen. Somit besteht auch in Krisenzeiten kein Ausfallrisiko.

Die Theorie wird gestützt durch das Beispiel des bereits seit Jahrzehnten hochverschuldeten Japans (siehe Grafik). Obwohl die Staatsverschuldung mehr als das Doppelte des Bruttoinlandsprodukts (BIP) beträgt, verharrt die Inflation auf tiefen 0,7% p.a. und auch die Arbeitslosigkeit ist mit 2,8% sehr gering. In den USA ist die Inflation ebenfalls trotz zunehmender Staatsausgaben unter Präsident Trump kaum angestiegen und beträgt aktuell rund 1,8% p.a.

Für die bevorstehende Präsidentschaftswahl in den USA ist MMT ein gefundenes Fressen. Vor allem der linke Flügel der Demokratischen Partei zitiert diese Theorie, um für massive Ausgaben der Regierung für eine ökologische Wende der Industriegesellschaft zu plädieren, um die USA unabhängig von fossilen Brennstoffen zu machen oder eine staatliche Krankenversicherung zu finanzieren. Es ist höchst wahrscheinlich, dass MMT in die Debatten des Präsidentschaftswahlkampfes 2020 mit einbezogen wird.

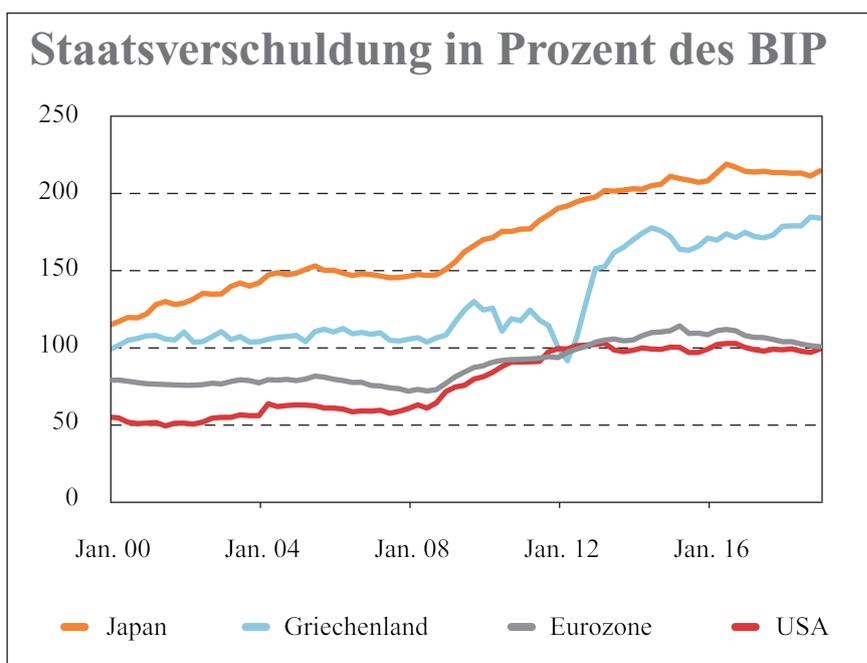
Eine valable Idee, doch in der Realität utopisch

Grundsätzlich ist es eine valable Idee, in Zeiten historisch tiefer Zinsen die traditionellen fiskalpolitischen Tabus zu überdenken. Diese Idee wird jedoch von Anhängern der MMT derart übertrieben, dass sie gar von massiven Ausgaben für Arbeitsplatzgarantien sprechen, welche von der Zentralbank finanziert werden sollen. In der Realität ist diese Interpretation der MMT utopisch.

Die Zentralbank kann ihr eigenes Geld zwar nach Belieben herstellen. Dies gilt jedoch nur nominal und nicht real (kaufkraftmässig). Wenn sie zu viel ihres Geldes in Umlauf bringt, verwässert sie dessen realen Wert durch einen Anstieg der nominalen Güterpreise (Inflation). Ab einem bestimmten Punkt wirkt sich somit eine weitere Erhöhung der Geldmenge negativ auf die Einnahmen der Zentralbank aus. Der Zentralbank ist es dann nicht mehr möglich, den realen Geldumlauf – und damit ihre realen Einnahmen – zu vergrössern. Obwohl die Zentralbank als Rückversicherung agiert, ist der Staat deshalb nicht in der Lage, seine realen Ausgaben und seine Realverschuldung unbegrenzt auszuweiten.

Ebenfalls greifen die Argumente der MMT lediglich in einer geschlossenen Ökonomie. Ein Zusammenspiel von Regierung und Zentralbank, wie sie in der MMT beschrieben ist, würde jedoch den Wechselkurs der Währung zum Kollabieren bringen. Dies wiederum erhöht die Inflation, die langfristigen Zinsen, die Risikoprämien und die Kapitalabflüsse in andere Länder.

Die negativen Auswirkungen einer übermotivierten Geldpresse mussten be-



reits diverse Schwellenländer schmerzhaft erfahren. Dasselbe gilt aber auch für Industrieländer: Die französische Regierung unter Mitterrand 1981 und die deutsche Regierung unter Schröder 1998 begannen mit einer MMT-ähnlichen Politik, mussten diese aber wieder aufgeben. Auch die Briten und die Italiener mussten den Internationalen Währungsfonds Mitte der 1970er Jahre aufgrund ihrer inflationären Geldpolitik um Hilfe bitten.

Fazit und Implikationen für den Anleger

In einer Zeit der säkularen Stagnation müssen die konjunkturpolitischen Massnahmen in der nächsten Rezession von der Fiskalpolitik getrieben werden. Die tiefen Zinsen in den Industrieländern lassen den Zentralbanken nur wenig Spielraum zur wirtschaftlichen Stimulation. Sie erlauben den Regierungen jedoch deutlich grössere Haushaltsdefizite zu halten, als dies historisch der Fall gewesen ist. Wird die Angst vor zu grossen Defiziten nicht überwunden, führt die nächste Rezession zu beinahe unüberwindbaren Problemen. Es sollten daher bereits jetzt Pläne erstellt werden, in welchen jene Investitionen und potenziellen Steuersenkungen identifiziert werden, die den Konsum wieder anregen. Ebenfalls sollten automatische Stabilisatoren implementiert werden, welche in den kommenden Rezessionen die einzelnen Wirtschaftsregionen

unterstützen und die Arbeitslosenhilfe dann ausweiten, wenn sie am meisten benötigt wird.

Für den Anleger bedeutet dies, dass es in Zukunft ein grösseres Angebot an langfristigen Regierungsanleihen, den sogenannten Methusalem-Anleihen, geben dürfte. Österreich hat bereits vor zwei Jahren eine Anleihe mit einer Laufzeit von 100 Jahren emittiert und jüngst zog auch der US-Finanzminister Steven Mnuchin diese Möglichkeit in Betracht. Für die Regierungen haben langfristige Anleihen zwei Vorteile: Einerseits halten sie die Zinskosten tief, wodurch sie möglichst lange vom aktuell günstigen Kreditumfeld profitieren können. Andererseits würde bei steigender Inflation innerhalb der nächsten 100 Jahre der reale Wert der Verschuldung abnehmen.

Anleger können sich vor dieser inflationsbedingten Enteignung schützen, indem sie in inflationsgeschützte Anleihen der Regierung investieren. In den USA werden solche Anleihen Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) genannt. Der Nominalwert von TIPS ist auf die Inflation indexiert und steigt daher mit steigender Inflation. Sollte die Verschuldung der Regierung zu gross werden und dadurch die Inflation ansteigen, dann nimmt der Wert dieser Anleihen zu.

daniel.witschi@dreyfusbank.ch
timo.mayr@dreyfusbank.ch
www.dreyfusbank.ch