

Helikopter-Diskussion 26. Februar bis 14. Mai 2016

(ohne rein bilaterale Korrespondenz)

26.2.2016

Aus Anlass seiner Kolumne vom 24. Februar in der Financial Times möchte ich Ihnen grundsätzlich die Lektüre von Martin Wolf in der Financial Times empfehlen. Dieses Mal ist Martin Wolfs Überschrift „The helicopter drops might not be far away“. Er verweist in dem Artikel auch darauf, dass die OECD in ihrem letzten Outlook-Bericht eine koordinierte Expansion staatlicher Defizite für Investitionszwecke befürwortet. Dies im Hinblick auf die schon erreichten Wirkungsgrenzen expansiver Geldpolitik.

Beste Grüße

Carl Christian von Weizsäcker

Lieber Christian,

dann wäre es aber ordnungspolitisch besser, die Steuern zu senken als die Ausgaben zu erhöhen. Der Wählerstimmenwettbewerb sollte das doch von selbst erzeugen.

Charles B. Blankart

Lieber Herr Blankart,

woher wissen Sie das? Oder kommen öffentliche Güter und andere Staatsaufgaben in Ihrer Welt nicht vor?

Dass die Mechanismen zur Bestimmung des angemessenen Niveaus von öffentlichen Gütern weniger gut funktionieren als für private Güter, heißt ja doch nicht, dass es sie nicht gibt oder dass die Verzerrungen notwendigerweise ein Überschießen begründen. Oder finden Sie den Zustand unserer Straßen oder Brücken übertrieben luxuriös.

In einem früheren Austausch in dieser Runde wurde darauf verwiesen, dass der Staat bei den Dingen, die er tut, wenig effizient ist. Das mahnt zu einer gewissen Zurückhaltung, kann aber kein Totschlagargument sein. Dass etwas teuer ist, heißt nicht unbedingt, dass man gar nichts davon haben will.

Als staatlich bezahlte Wissenschaftler wissen wir natürlich aus eigener Anschauung, wovon wir reden...

Mit besten Grüßen,

Martin Hellwig

Von einem helicopter drop als interessante Politik-Option in dieser Situation rede nicht nur ich schon seit geraumer Zeit. Wunderbar, daß langsam auch irgendwelche FT-Journalisten darauf kommen.

Die eigentlich interessante Frage dabei: wie kann das legal geschehen. Hat jemand eine Antwort?

MfG,
Harald Uhlig

Ein helikopter drop of money im Sinne Friedmans ist eine negative Kopfsteuer. Das scheint mir absolut unsinnig. Dann lieber öffentliche Güter finanziert durch die Notenpresse, also Ankauf von Staatsanleihen durch die ZB bei gleichzeitiger Neuverschuldung des Staates.

Kann das funktionieren? Ist das nicht die wenig erfolgreiche Politik Japans?

Frank Heinemann

Kauf von öffentlichen Gütern (sagen wir, Schönefeld-Flughäfen) ist besser als transfers? Na dann, gute Nacht.

Harald Uhlig

Es wäre vermutlich legal, wenn die Zentralbank einfach Seioragegewinne auszuschüttet, selbst wenn diese noch nicht angefallen sind sondern erst in der Zukunft entstehen. Damit wird permanent Geld geschaffen, im Gegensatz zu Ankaufprogrammen, wo Geldschöpfungen immer durch Verkäufe in der Zukunft rückgängig gemacht werden können.

Es ist natürlich kein Helikopterdrop in dem Sinne, dass das Geld dann denn Staatshaushalten und nicht den privaten Haushalten zufließt.

Gruß

Klaus Adam

Offensichtlich keine Lösung, da wirkungslos im Ricardo-Fall (ansonsten das übliche Hin-u.Herschieben von Schulden/Steuern, dazu braucht man keine ZB). Lösungen bitte, Leute!

Harald

Lieber Herr Uhlig –richtig; jedoch sind wir nicht mehr im Ricardo-Fall r>g.

Beste Grüße

CCvW

Lieber Herr Adam,

siehe Anhang. Wir haben einen solchen Vorschlag in Anlehnung an Wyplosz erwogen. Allerdings reicht die Seigniorage nicht aus, um zu einer nennenswerten Entschuldung der am höchsten verschuldeten EWU-Mitgliedstaaten zu kommen.

Beste Grüße

Lars P. Feld

Lieber Herr Hellwig,

das habe ich doch nicht geschrieben. Ich glaube, es ist legitim zu fragen, ob Wolf, wenn er Recht hat, auf der Ausgaben- oder Einnahmenseite ansetzen sollte.

Schließlich kommen wir nicht um die Frage herum, wer letztendlich entscheiden soll, will und kann.

Viele Grüße

Blankart

27.2.

Ausschüttungen seitens der Zentralbank und senken der Steuern SIND GLEICH Helikopterdrops. Also, wenn dieser Vorschlag angeblich nicht taugt um Inflation zu erhöhen, so taugt auch Harald Uhlig's Vorschlag eines Helikopterdrops nicht. Die Frage war doch: wie ließen sich Helikopterdrops legal implementieren. Und Ausschüttungen sind jährliches Routinegeschäft der ZBs. Die Buchhaltung dahinter müsste natürlich angepasst werden.

Es geht (mir zumindest) bei diesen Ausschüttungen nicht um Staatsfinanzierung, wie in der Studie von Herrn Feld, sondern um das Erreichen des Inflationsziels.

Klaus Adam

es spricht einiges dafür, dass Inflation und risikofreie Zinsen im aktuellen wirtschaftspolitischen Umfeld positiv (und nicht negativ) korreliert sind: Je tiefer (negativer) das Zinsniveau, desto geringer (negativer) die Inflationsrate.

Entsprechend muss es in makroökonomischen Modellen einen Tipping Point geben, von dem an der negative Zusammenhang positiv wird (und vice versa). Vielleicht könnte jemand einmal so etwas genauer unter die Lupe nehmen.

Georg Erdmann

28.2.

Lieber Herr von Weizsäcker,

Martin Wolfs Analyse widerspricht empirischen Fakten:

1. "Rising imbalances between desired savings and investment".
Solche imbalances müßten sich empirisch als Katastrophenmeldungen zeigen, daß Bondkäufer die gewünschten Bonds nicht erhalten. Meiner Ansicht nach stimmen desired savings and desired investment überein, und zwar bei niedrigen Zinsen.
2. "Chronic demand weakness" müßte sich als permanente Deflation manifestieren, verbunden mit hoher Arbeitslosigkeit.
In US, UK, D, CH und A hatten wir in den letzten Jahren leichte Inflation und außerordentlich geringe Arbeitslosigkeit.

Kurzfristig mögen Preise "sticky" sein. Mittelfristig ist Nachfragemangel aber keine sinnvolle Erklärung. Wenn der Staat den Kapitalismus durch extreme Interventionen schwächt, wie in den letzten Jahren, kann er vom Kapitalismus auch keine Wachstumsrekorde erwarten. Weitere staatliche "Investitionen" würden die Lage nur verschlimmern.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg,

ich will mich nicht in die Diskussion über die Rolle von Nachfrage und Angebot einzumischen, doch halte ich Ihr Naserümpfen über die "Investitionen" des Staates für problematisch. Sie haben bereits in früheren Runden die Ineffizienz und Verschwendung des Staates bei solchen Tätigkeiten angeprangert. Ich teile diese Kritik, halte es aber für illegitim, sie als Totschlagargument zu benutzen. Wenn der Staat ineffizient arbeitet, heißt das, dass Staatsleistungen teuer sind. Daraus dass sie teuer sind, ist aber nicht zu schließen, dass wir sie nicht haben sollten. Wir sollten sicher weniger haben als wenn sie effizient erbracht würden, aber gar nichts? Als Finanzwissenschaftler werden Sie wissen, dass man bei der Kosten-Nutzen-Analyse nicht nur auf die Kosten abstellt.

Wie stellen Sie sich beispielsweise den Transport von Schwerlasten über den Rhein vor, wenn die Brücken weiter verfallen? Das "wenn" ist nicht fingiert. Wenn Sie mit Unternehmern reden, die in dem Geschäft tätig sind, sagen die Ihnen, dass heute schon die meisten Brücken

für Schwertransporte nicht benutzt werden können. Zu diesen Schwertransporten gehören etliche Investitionsgüter für die Industrie. Insofern besteht ein Risiko, dass wir eine gewisse Disintegration der Wirtschaft zwischen den beiden Rheinseiten bekommen.

Vor zehn Jahren habe ich einen Artikel zu diesem Thema für das Magazin der Böll-Stiftung geschrieben und füge diesen in der Anlage bei. Die damalige Diagnose ist m.E. nach wie vor gültig. Investitions- und Leistungsdefizite insbesondere im kommunalen Bereich sind nach wie vor vorhanden, in NRW eher noch größer geworden. Publizitätsträchtige Sonderinitiativen des Bundes, etwa die Exzellenzinitiative bei den Universitäten oder die Baumaßnahmen von 2009, haben in bestimmten Bereichen geholfen, aber sie bestärken die Diagnose, dass die politischen Entscheidungsprozesse ganz systematisch gegen "Normalinvestitionen" verzerrt sind. Das Totschlagargument, der Staat solle erst einmal seine Governance in Ordnung bringen, ehe wir über Mittel für Investitionen reden, verstärken diese Verzerrung. Natürlich wäre es wünschenswert, Governance und Effizienz zu verbessern. Aber das kann doch kein Grund dafür sein, der Verrottung der Infrastrukturen tatenlos zuzusehen.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Martin,

ich gratuliere zu diesem Beitrag!

Ich übertreibe im folgenden: Den Staat zu verteufeln, dass er seine Aufgaben zu teuer und ineffizient macht, ist mir bei aller zum Teil berechtigter Kritik viel zu einfach. Warum arbeiten den 90% von uns (einschließlich ich!) beim Staat und suchen keine Alternativen? Wo sind denn die guten theoretischen und empirischen Studien, die Verbesserungsvorschläge für diese ach so heftig kritisierten Institutionen machen? Fall es sie gibt, warum werden sie denn nicht umgesetzt?? Leistet denn unsere finanzwissenschaftliche Zunft genug, solche Missstände zu beseitigen?

Schimpfen (auch wissenschaftlich fundiert und viele tun das!) ist viel einfacher, aber konkret zu ganz bestimmten Zuständen (z.B. zu wenig oder zu viele Investitionen in Infrastrukturbereich in Deutschland oder Österreich??) Vorschläge zu unterbreiten, wie eine Änderung im Infrastrukturbereich in repräsentativen Demokratien (wo Mehrheiten gefunden werden müssen!) durchgesetzt werden kann, kenne ich kaum.

Vielleicht wäre es besser als nur über die staatl. Institutionen zu schimpfen, sich einmal mit diesen Fragen auseinander zusetzen. Es täte unserer Zunft sehr gut.

Friedrich Schneider

Lieber Herr Hellwig,

mir als Finanzwissenschaftler liegt es gänzlich fern, pauschal gegen Staatsausgaben zu argumentieren ;-). In den vorigen Diskussionsrunden hatten andere diesen Part übernommen. Mir geht es primär um einen analytischen Punkt:

Kapitalkosten der Unternehmen (also unser dF/dK) mißt man am besten anhand der WACC, wie sie z.B. Bloomberg weltweit fortlaufend für tausende Unternehmen ergebn. Diese Kapitalkosten sind nach der Großen Rezession in den meisten Ländern gestiegen, und liegen eher bei 10 Prozent als bei 0 Prozent.

Die Rendite auf Staatsanleihen ist deshalb kein geeignetes Maß für den shadow price of public funds. Das betriebswirtschaftliche Argument, der Staat solle sich bei Refinanzierungskosten nahe Null stärker verschulden, geht aus meiner Sicht volkswirtschaftlich fehl.

Jene Staaten, die in den letzten Jahren dem Wolf-Summers-Krugman Rezept gefolgt sind (vor allem Japan und Latein-Europa) haben damit nichts erreicht und befinden sich in einer schwierigen Lage. Den wenigen Austeritätsstaaten (D, CH oder Estland) geht es nach allen Indikatoren erheblich besser.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Friedrich,

ich hatte "staatliche Investitionen" in meiner letzten Email mit Absicht in Anführungszeichen gesetzt. Was hat unsere große Koalition auf den Weg gebracht? Im wesentlichen Rentenerhöhungen, jetzt kommt noch eine Kaufprämie für Elektroautos dazu. Die Infrastruktur verrottet weiter.

Eine Umschichtung im Staatshaushalt zugunsten der Investitionen unterstütze ich. Höhere Defizite, die mit einer angeblichen "savings glut" begründet werden, lehne ich jedoch ab.

Viele Grüße nach felix austria
Stefan

Lieber Herr Homburg – solche Diskussionen drehen sich im Kreise – oder sagen wir besser: in einer Spirale. Wir lassen uns gegenseitig von unseren unterschiedlichen Auffassungen nicht abbringen; die wir aber mit hoffentlich immer besseren Argumenten verteidigen, wobei die Verbesserung aus der Diskussion mit Andersmeinenden resultiert.

Nach meiner Erinnerung (ich habe jetzt nicht noch mal nachgesehen) haben Sie Ihr heutiges Argument mir ungefähr so schon vor zweieinhalb Jahren vorgehalten. Auch damals schon habe ich

ähnlich geantwortet wie heute: in Deutschland haben wir annähernd Vollbeschäftigung bei ungefähr stabilen Preisen. Das aber verbunden mit einem Exportüberschuss (=Netto-Kapitalexport) in der Höhe der gesamten Ersparnisse der privaten Haushalte, also nicht verallgemeinerbar auf alle Länder. Im Euro-Raum haben wir erhebliche Unterbeschäftigung und – wenn wir richtig messen – Deflation: würden sich die Wohnungsmieten rascher an die Leerstände anpassen als sie es faktisch tun, hätten wir in den Südländern schon heute massive Deflation. Ferner ist die Inflationsmessung aus Ihnen und mir bekannten Gründen nach oben verzerrt. Allein die Suchmaschine Google trägt ein jährliches Wachstum zum Sozialprodukt von 0,15 Prozentpunkten pro Jahr bei, das bei der Messung der Inflation (Deflation) unter den Tisch fällt. (Mündliche Mitteilung auf meine Nachfrage des Google Chefökonom Hal Varian vor etwa einem Jahr hier in Bonn beim Lunch). Kurzum: neben einem Problem der falschen relativen Preise (Deutschland zu billig, Italien zu teuer etc.) haben wir im Euro-Raum ein Problem unzureichender effektiver Nachfrage im Keynes'schen Sinn. Und das bei einem Exportüberschuss dieses Raums und bei Nullzinsen für langlaufende risikofreie Staatsanleihen.

Dazu kommt die weltwirtschaftliche Situation, die sich in den letzten Monaten eingetrübt hat, nicht zuletzt wegen der Probleme in China (die ich auf den dortigen massiven privaten Sparüberschuss zurückführe, der seit Jahren auch durch Investitionen mit negativer Rendite konterkariert werden sollte: leerstehende Immobilien, Überproduktion bei Stahl und anderen Branchen als Verstecktrick von Arbeitslosigkeit). Darauf bezieht sich die Kolumne von Martin Wolf, auf die ich hingewiesen habe. Ich weiß, dass ich Sie und andere hier nicht überzeugen kann. Aber ich erinnere mich auch, dass Sie mir 2009 mündlich prognostiziert haben: „die Krise wird kurz und schmerzlos sein“. Hätten Sie damals gedacht, dass die Bundesanleihe 10-jähriger Laufzeit im Jahre 2016 bei 0,2 % p.a. liegen könnte? Ich schon, Sie wohl nicht. Oder irre ich mich da? Wenn ich mit meiner Diagnose des privaten Sparüberschusses bei null Prozent Realzinsen aus dem Jahre 2010 (FAZ 4. Juni 2010) so völlig unrecht gehabt hätte, dann hätten wir doch angesichts der weiter gegangenen Netto-Staatsverschuldung heute massiv höhere Realzinsen auf sichere Staatsanleihen. Wo sind die?

Martin Wolf habe ich nicht zitiert, weil ich glaube, er verdiene den nächsten Ökonomie-Nobelpreis, sondern, weil er einer der best-informierten Journalisten ist, der insbesondere auch sehr gut über die Anschauungen von policy-orientierten, kompetenten Ökonomen im englisch-sprachigen Teil der Welt Bescheid weiß. Mit anderen Worten: ich mag ja in Deutschland wie ein Sonderling und Eigenbrötler dastehen; weltweit sieht das anders aus. Was mich besonders besorgt macht, ist die drohende Protektionismus-Falle, die in der Bevölkerung Anklang findet, weil eine Politik, die das Nachfrage-Problem und die fiskalischen Antworten hierauf nicht ernst nimmt, eine Situation verursacht, in der die Menschen als Wähler mit Angst um ihre Jobs und vor der (arbeitslosigkeits-induzierten) Kriminalität den protektionistischen Rattenfängern in die Arme laufen: (Trump, Sanders, Marine Le Pen, Kaczinsky, Willers, UKIP etc.).

Auch Ihr WACC-Argument haben Sie vor zwei Jahren schon vorgebracht. Ich habe damals ausführlich darauf geantwortet – darüber hinaus später auch in meinem PWP-Artikel vom Sommer 2015. Auch in der Großen Depression der dreißiger Jahre war die WACC ähnlich hoch. Sie ist daher nur dann eine Annäherung an den Schattenpreis von Staatsschulden, wenn Vollbeschäftigung herrscht – aber auch dann nur eine Annäherung, da in ihr nicht diversifizierbare Risikoprämien enthalten sind, die bei den Staatsschulden wegfallen und die man daher bei der Berechnung des genannten Schattenpreises abziehen muss. In diesem Zusammenhang nochmal mein Hinweis auf die Arbeit von Voth zur

britischen Staatsverschuldung im 19. Jahrhundert, der für mich überzeugend nachweist, dass es gerade die Staatsschulden waren, die in einer Umgebung sehr imperfekter Kapitalmärkte für wirtschaftliches Wachstum gesorgt haben. Wenn Sie mit Ihrem WACC-Argument recht hätten, dann müsste die WACC mit steigender Staatsverschuldung zunehmen, also die Aktienkurse sinken. Das scheint nicht die überwiegende Meinung der Kapitalmärkte zu sein- soweit es risikofreie Staatsschulden (USA, Deutschland, Japan etc.) betrifft. Vgl. hierzu den Bericht in der FAZ von gestern S. 25 („Anleger hoffen auf Konjunkturprogramme“).

Anbei noch etwas zu Keynes.

Beste Grüße

Carl Christian von Weizsäcker

Lieber Herr von Weizsäcker,

hier meine Antworten im Telegrammstil:

Am 28.02.2016 um 18:42 schrieb Christian von Weizsäcker:

Lieber Herr Homburg – solche Diskussionen drehen sich im Kreise – oder sagen wir besser: in einer Spirale. Wir lassen uns gegenseitig von unseren unterschiedlichen Auffassungen nicht abbringen; die wir aber mit hoffentlich immer besseren Argumenten verteidigen, wobei die Verbesserung aus der Diskussion mit Andersmeinenden resultiert.

Nach meiner Erinnerung (ich habe jetzt nicht noch mal nachgesehen) haben Sie Ihr heutiges Argument mir ungefähr so schon vor zweieinhalb Jahren vorgehalten. Auch damals schon habe ich ähnlich geantwortet wie heute: in Deutschland haben wir annähernd Vollbeschäftigung bei ungefähr stabilen Preisen. Das aber verbunden mit einem Exportüberschuss (=Netto-Kapitalexport) in der Höhe der gesamten Ersparnisse der privaten Haushalte, also nicht verallgemeinerbar auf alle Länder. Im Euro-Raum haben wir erhebliche Unterbeschäftigung und – wenn wir richtig messen – Deflation: würden sich die Wohnungsmieten rascher an die Leerstände anpassen als sie es faktisch tun, hätten wir in den Südländern schon heute massive Deflation. Ferner ist die Inflationsmessung aus Ihnen und mir bekannten Gründen nach oben verzerrt. Allein die Suchmaschine Google trägt ein jährliches Wachstum zum Sozialprodukt von 0,15 Prozentpunkten pro Jahr bei, das bei der Messung der Inflation (Deflation) unter den Tisch fällt. (Mündliche Mitteilung auf meine Nachfrage des Google Chefökonom Hal Varian vor etwa einem Jahr hier in Bonn beim Lunch). Kurzum: neben einem Problem der falschen relativen Preise (Deutschland zu billig, Italien zu teuer etc.) haben wir im Euro-Raum ein Problem unzureichender effektiver Nachfrage im Keynes'schen Sinn. Und das bei einem Exportüberschuss dieses Raums und bei Nullzinsen für langlaufende risikofreie Staatsanleihen.

Gegenargumente: Erstens sind die WACC auch und gerade in den Problemländern hoch. Zweitens fahren die USA bei ebenfalls hohen WACC ein Leistungsbilanzdefizit.

Dazu kommt die weltwirtschaftliche Situation, die sich in den letzten Monaten eingetrübt hat, nicht zuletzt wegen der Probleme in China (die ich auf den dortigen massiven privaten Sparüberschuss zurückführe, der seit Jahren auch durch Investitionen mit negativer Rendite konterkariert werden

sollte: leerstehende Immobilien, Überproduktion bei Stahl und anderen Branchen als Verstecktrick von Arbeitslosigkeit). Darauf bezieht sich die Kolumne von Martin Wolf, auf die ich hingewiesen habe. Ich weiß, dass ich Sie und andere hier nicht überzeugen kann. Aber ich erinnere mich auch, dass Sie mir 2009 mündlich prognostiziert haben: „die Krise wird kurz und schmerzlos sein“.

Ja, das hatte ich für Deutschland in der Tat prognostiziert, auch öffentlich. Und die Prognose war richtig: Seit 2010 prosperiert unsere Wirtschaft.

Hätten Sie damals gedacht, dass die Bundesanleihe 10-jähriger Laufzeit im Jahre 2016 bei 0,2 % p.a. liegen könnte? Ich schon, Sie wohl nicht. Oder irre ich mich da? Wenn ich mit meiner Diagnose des privaten Sparüberschusses bei null Prozent Realzinsen aus dem Jahre 2010 (FAZ 4. Juni 2010) so völlig unrecht gehabt hätte, dann hätten wir doch angesichts der weiter gegangenen Netto-Staatsverschuldung heute massiv höhere Realzinsen auf sichere Staatsanleihen. Wo sind die?

Gegenargument: Empirisch sind niedrige Zinsen bei annähernder Vollbeschäftigung mit einer allgemeinen Kreditrationierung verträglich. Eine "Sparschwemme", die in Krugmans Szenario mündet, ist mit der Situation in US, UK, D, A oder CH nicht verträglich.

Martin Wolf habe ich nicht zitiert, weil ich glaube, er verdiene den nächsten Ökonomie-Nobelpreis, sondern, weil er einer der best-informierten Journalisten ist, der insbesondere auch sehr gut über die Anschauungen von policy-orientierten, kompetenten Ökonomen im englisch-sprachigen Teil der Welt Bescheid weiß. Mit anderen Worten: ich mag ja in Deutschland wie ein Sonderling und Eigenbrötler dastehen; weltweit sieht das anders aus. Was mich besonders besorgt macht, ist die drohende Protektionismus-Falle, die in der Bevölkerung Anklang findet, weil eine Politik, die das Nachfrage-Problem und die fiskalischen Antworten hierauf nicht ernst nimmt, eine Situation verursacht, in der die Menschen als Wähler mit Angst um ihre Jobs und vor der (arbeitslosigkeits-induzierten) Kriminalität den protektionistischen Rattenfängern in die Arme laufen: (Trump, Sanders, Marine Le Pen, Kaczinsky, Willers, UKIP etc.).

Volle Zustimmung: Auch der aktuelle "Economist" trommelt für monetäre Staatsfinanzierung, staatliche Investitionsprogramme und "QE for people", also Helikoptergeld. Theoretische Mainstream-Modell, die das stützen, gibt es nicht.

Auch Ihr WACC-Argument haben Sie vor zwei Jahren schon vorgebracht. Ich habe damals ausführlich darauf geantwortet – darüber hinaus später auch in meinem PWP-Artikel vom Sommer 2015. Auch in der Großen Depression der dreißiger Jahre war die WACC ähnlich hoch. Sie ist daher nur dann eine Annäherung an den Schattenpreis von Staatsschulden, wenn Vollbeschäftigung herrscht – aber auch dann nur eine Annäherung, da in ihr nicht diversifizierbare Risikoprämien enthalten sind, die bei den Staatsschulden wegfallen und die man daher bei der Berechnung des genannten Schattenpreises abziehen muss.

Auch hier Zustimmung: WACC messen Opportunitätskosten bei Vollbeschäftigung. Wir haben Vollbeschäftigung (soweit in unserem Sozialstaat möglich). Also sind die WACC das richtige Maß für die social cost of public funds - nicht die Rendite der Staatsanleihen.

In diesem Zusammenhang nochmal mein Hinweis auf die Arbeit von Voth zur britischen Staatsverschuldung im 19. Jahrhundert, der für mich überzeugend nachweist, dass es gerade die Staatsschulden waren, die in einer Umgebung sehr imperfekter Kapitalmärkte für wirtschaftliches Wachstum gesorgt haben. Wenn Sie mit Ihrem WACC-Argument recht hätten, dann müsste die WACC mit steigender Staatsverschuldung zunehmen, also die Aktienkurse sinken. Das scheint nicht die überwiegende Meinung der Kapitalmärkte zu sein- soweit es risikofreie Staatsschulden (USA, Deutschland, Japan etc.) betrifft. Vgl. hierzu den Bericht in der FAZ von gestern S. 25 („Anleger hoffen auf Konjunkturprogramme“).

Teils Zustimmung: Bei steigender Staatsverschuldung müssen die WACC tendenziell zunehmen. Seit 2008 sind die WACC auch tatsächlich tendenziell gestiegen. Bei Kreditrationierung müssen die Aktienkurse allerdings nicht fallen.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg – die WACC ist überall hoch; so wie sie in der Großen Depression hoch war. Sie ist damit kein sehr differenzierender Indikator für die Frage nach der Grenzproduktivität zusätzlicher volkswirtschaftlicher Ersparnis. Entscheidend ist die Frage: haben wir ein Problem der effektiven Nachfrage oder nicht? Dafür kann es im Weltmaßstab nur eine Antwort geben: ja oder nein. (Ich klammere hier die Dritte Welt aus, also in der Welt der reichen Länder plus China). Die Antwort könnte nur „Nein“ lauten, wenn den Ländern mit nationaler Unterbeschäftigung hinreichend viele Länder mit nationaler Überbeschäftigung, sprich mit merklicher Inflation gegenüber stünden. Letzteres ist nicht der Fall, also ist in der Summe der OECD+China- Welt eine Situation mangelnder effektiver Nachfrage gegeben. Aber natürlich gibt es auch bei global „Keynes-scher“ Situation Unternehmen, Städte, Provinzen und ganze souveräne Staaten mit Vollbeschäftigung. Das sind auf der Staatenebene die Länder, die Sie aufzählen: USA, D, UK, A, CH. In den USA ist wegen einer geringen Spartätigkeit und wegen einer wachsenden Bevölkerung keine nationale Sparschwemme vorhanden. Das hat uns nach 2008 zusammen mit massiven USA-Konjunkturprogrammen vor einer schweren weltweiten Depression bewahrt. In D, CH, A gibt es eine Sparschwemme, deren konjunktureller Effekt durch eine massiv aktive Leistungsbilanz konterkariert wurde. Aber diesen Exportüberschüssen stehen anderweitig Importüberschüsse gegenüber, sodass die weniger wettbewerbsfähigen Staaten massive Probleme der effektiven Nachfrage haben. Jetzt sagen wir Deutschen oder Schweizer: macht uns doch nach, dann werdet ihr eure Probleme los. Das aber kann nicht gelingen, solange dadurch nur die Probleme mangelnder effektiver Nachfrage von einem Land zum anderen verschoben werden. D, CH, A müssten durch Steigerung der heimischen Nachfrage zur Lösung des globalen Problems unzureichender effektiver Nachfrage beitragen: erst dann werden die Austerity-Mahnungen an die anderen Staaten glaubwürdig. Ich denke, die Impasse in der europäischen Flüchtlingsfrage ist mit eine Folge der Weigerung Deutschlands, sich dem Problem der effektiven Nachfrage in Europa zu stellen. Die Renationalisierung der Politik, die wir derzeit anhand der Flüchtlingsfrage beobachten, wird bei dieser Frage nicht halt machen. Ich fürchte, dass der Protektionismus auch auf den innereuropäischen Handel übergreifen wird, wenn die Ohnmacht Brüssels sich anhand der Flüchtlingsfrage erst einmal klar manifestiert hat. Was machen wir dann in Deutschland mit unserem herrlichen Exportüberschuss, der uns Vollbeschäftigung verschafft? Wie lebt sich in der deutschen Automobilindustrie mit einem Präsidenten Trump in den USA und einer Präsidentin Le Pen in Frankreich?

Sie verweisen auf eine Kompatibilität von Vollbeschäftigung und niedrigen Zinsen wenn es eine allgemeine Kreditrationierung gibt. Ich erinnere mich an ein Paper von Ihnen diesbezüglich – und ich finde diesen Gedanken wichtig und innovativ. Nach meiner Erinnerung war Japan da Ihr Beispiel. Wir sollten diesen Punkt weiter verfolgen. Ich glaube allerdings, dass Staatsanleihen etwa in Deutschland oder der Schweiz oder den USA von dieser Kreditrationierung ausgenommen sind. Wenn es also gute mikro-ökonomische Gründe für eine solche allgemeine Kreditrationierung gibt, dann spricht das doch erst recht dafür, Staatsschulden zu machen, die gerade deshalb kaum verzinst werden müssen. Man kann die Steuern senken und damit die Ressourcenallokation durch Senkung von Deadweight Losses verbessern. Details in meinem PWP-Artikel vom letzten Jahr. Im Grunde ist das ja auch das Argument von Voth, bei ihm bezogen auf UK im 19. Jahrhundert. Ich sehe hier das Potential einer Konvergenz zwischen Homburg und Voth.

Ihre Behauptung, es gebe kein Mainstream-Modell, das meine Vorstellungen stützen würde, kann ich nicht nachvollziehen. Mein Eindruck ist, dass Sie hier einen sehr schmalen Mainstream im Kopf haben. Aber wie dem auch sei: sollten Sie da recht haben – umso schlimmer steht's um den Mainstream.

Beste Grüße

Ihr

Carl Christian von Weizsäcker

2.3.

Liebe Mitglieder der Diskussionsrunde. Anbei ein Text, der meinem Vortrag entspricht, den ich in Erfurt am 11. Februar als „Zehnte Wilhelm Röpke-Vorlesung“ gehalten habe. Das Salz in dieser theoretischen Suppe ist der Gedanke des „export-led growth“, den ich hier auf die langfristige Lösung des aktuellen Flüchtlingsproblems anwende. Vgl. hierzu auch mein FAZ-Artikel vom 15. Januar 2016.

Lieber Hans Werner – der FAZ von heute entnehme ich einen Bericht über einen Vortrag, den du offenbar vor kurzem in München gehalten hast. Ich unterstelle, dass die Berichterstattung in der FAZ korrekt ist. Zwei Kommentare: 1. Ich bin sehr skeptisch, was Entwicklungshilfe betrifft. Sie schafft bei den Empfängern eine Mentalität des Handaufhaltens, die sie aus der Armut-Sackgasse gerade nicht herausführt. (Der größte Nutzen des Almosen-Gebens ist die Seelenheil des Gebers). 2. Vorsicht mit den Generationsbilanzen von Raffelhüschen. Ich finde sie im Prinzip sehr nützlich; jedoch ist die Methode soweit ich weiß nach wie vor darauf angewiesen, dass man mit einem Diskontierungssatz $r > g$ arbeitet: tempi passati nach meiner Meinung.

Beste Grüße

CCvW

4.3.

Liebe Kollegen,

versehentlich hatte ich einen falschen link verschickt. Bitte ignorieren Sie diesen und verwenden den folgenden für den Download des ifo-Schnelldienst-Heftes über die Flüchtlingskosten:

<https://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/publications/journals/ifo-Schnelldienst.html>

Danke Herr von Weizsäcker für den Hinweis!

Gruß an alle

Ulrich van Suntum

14.4.

Lieber Herr von Weizsäcker,
liebe Diskussionsteilnehmer,

das Thema "Niedrigzinsen" läßt einen nicht los. Ich möchte Sie gern auf neue empirische Befunde hierzu hinweisen.

In der VWL lernt man im Grundstudium $r = dF/dK$: Realzins gleich Grenzproduktivität. Unternehmen rechnen bei ihren Kalkulationen mit den WACC (weighted average cost of capital). Sie sind m. E. das beste Maß für die Grenzproduktivität des Kapitals, das wir haben.

Die beigefügte Graphik zeigt, wie sich die WACC in den letzten 15 Jahren global entwickelt haben. Es handelt sich um inflationsbereinigte Werte vor Steuern.

Interessant sind das Niveau, rund 10 Prozent, der eher steigende Trend und der scharfe Anstieg im Gefolge der Großen Rezession.

Die Daten wurden aufwendig aus Meldungen von 3.700 Unternehmen aller OECD-Staaten mit Ausnahme Italiens konstruiert. Die Datenbasis ist proprietär (Bloomberg). Die angegebene Quelle findet Sie auf RePEc, nämlich hier:

<https://ideas.repec.org/p/han/dpaper/dp-574.html>

Die unverändert hohe Kapitalproduktivität paßt zur Wirtschaftsperformance, der niedrigen Arbeitslosigkeit und den guten Unternehmenszahlen in D, A, CH, J, UK, US. Sie paßt nicht zur These "Säkularer Stagnation".

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg,
vielen Dank für den Denkanstoß und den sehr nützlichen Hinweis auf die Datenquelle.
Als Finanzmarktpraktiker -- eine Gattung, die von Rudi Dornbusch auch gerne als "up-and-down economists" bezeichnet wurde -- habe ich eine (wahrscheinlich dumme) Frage:
Reflektieren die hohen WACC in den Jahren seit der Finanzkrise nicht vor allem eine erhöhte Risikoprämie, die die Kapitalgeber verlangen? Dann wäre der empirische Befund einer hohen WACC doch kompatibel mit der säkularem Stagnationsthese. Wegen der hohen Risikoprämie (die unter anderem auf der erhöhten Unsicherheit über die Wachstumsaussichten beruhen könnte) und den dadurch hohen WACC unterbleiben dann viele Investitionen, die sich bei einer niedrigeren geforderten Risikoprämie rechnen würden. Und mit geringeren Investitionen (bei gleichzeitig hoher gewünschter Ersparnis) sinkt der (risikofreie) Gleichgewichtszins.
Anders gewendet: unterstützt nicht Ihre Graphik gerade die These von der säkularem Stagnation, die ja auf einem Überschuss der gewünschten Ersparnis über die gewünschten Investitionen fußt?
Freundliche Grüße

Joachim Fels

Lieber Herr Homburg - auch mich lassen die Niedrigzinsen nicht los - intellektuell; als Sparer sind sie mir recht, da ich immer nur in Realkapital-Form gespart habe, also immer Netto-Schuldner war und bin. Bei mir persönlich war lange Zeit $I > S$. Heute nicht mehr.
Nun zu den WACC. Ich bin kein Wirtschaftshistoriker; aber ich glaube in der Großen Depression war WACC ähnlich hoch. Wenn man die neuen pessimistischen Verlautbarungen der IMF-Experten liest, dann denkt man darüber nach, ob man nicht seine Aktien verkaufen sollte, sprich: dazu beitragen sollte, dass WACC weiter steigt. Die Menschen wollen überwiegend Sicherheit. Gestern stand in der Financial Times: die inflationsgesicherten britischen Staatsanleihen mit Tilgung im Jahr 2046 bringen - 1% p.a. Rendite. Über die dreißig Jahre erkaufte sich der Sparer die Sicherheit mit einem Wertabschlag von rund einem Drittel. Aus 1000 Pfund heute werden inflationsbereinigt 740 Pfund im Jahre 2046, das aber ohne Risiko.
Im Übrigen ist WACC selbst unter Vollbeschäftigung größer als dF/dK . Die Differenz besteht aus den Monitoring-Kosten der Financiers, also der Kreditbanken und der Investmentbanken. Je mehr Kapital investiert wird, desto größer ist dieser Posten. An der Grenze ist im Gleichgewicht die Risikoprämie gleich den zusätzlichen Monitoring-Kosten. Dann wäre an der Grenze also $dF/dK = r$, wobei r der risikolose Realzins ist, also in UK für langfristige Investitionen = -1% p.a. WACC ist eine Durchschnittsgröße, keine Marginalgröße.

Beste Grüße
CCvW

Lieber Herr Fels,

dumme Fragen gibt es in diesem Zusammenhang sicher nicht, wo doch die ganze Welt rätselt, warum die Zinsen so niedrig sind und super-expansive Geldpolitik nicht inflationär wirkt.

Zu Ihrem konkreten Punkt: Man kann hohe WACC als hohe Risiko-prämien deuten oder als Ausdruck eines borrowing constraint. In beiden Fällen ergeben sich Gleichgewichte mit $r > dF/dK$.

Auch kann das Wachstum in beiden Fällen niedrig sein. "Secular stagnation" meint aber etwas anderes: Es gilt $r = dF/dK$, und beide sind niedrig, und zwar wegen überreichlicher Ersparnisse oder wegen eines Mangels an produktiven Investitionsgelegenheiten.

Insofern steht die Graphik klar in Gegensatz zu "secular stagnation", ist aber mit Ihrer Idee hoher Risikoprämien vereinbar, ebenso mit der Idee von borrowing oder collateral constraints.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr von Weizsäcker,

nur zur Verdeutlichung: Die WACC sind eine Marginalgröße, keine Durchschnittsgröße. In den Unternehmen werden die WACC von der Leitung vorgegeben und von den Abteilungen zur Projektkalkulation verwendet: Projekte mit positivem Kapitalwert werden dann durchgeführt, die anderen nicht.

Insofern widerspiegeln die WACC tatsächlich die Produktivität des "letzten" durchgeführten Projekts, also des Grenz-Projekts.
Dies ist die Grundidee dieses Forschungsprojekts.

Viele Grüße
Ihr STefan Homburg

15.4.

Lieber Herr Homburg - Sie erinnern mich an die Funktion der WACC im Rahmen der betrieblichen Allokation von Investitionsmitteln. Vielen Dank. Jedoch ist das aus meiner Sicht nicht die ganze "Story". Dahinter steht der betriebsinterne Controlling-Aufwand. Der Tendenz nach gilt folgendes: die am Investitionsprojekt interessierten Teile des Unternehmens beantragen bei der Zentrale die Investitionsmittel. Sie sind aber zugleich die Experten für die Abschätzung der Erfolgchancen für das Projekt. Daher gibt es häufig einen "Optimismus-Bias" bei der Abschätzung der Rate of Return, damit das Projekt auch durchbekommt. Um diesen Bias zu kompensieren, verlangt man eine erwartete Rate of Return, die höher ist als die, bei der aus objektiver Sicht des Unternehmens diese Investition sich immer noch lohnen würde. So kommt es, dass in vielen Unternehmen die geforderte Rate of Return (als scheinbarer Erwartungswert) weit höher ist als die Finanzierungskosten des Projekts at the margin. Diese sind in vielen Fällen von Unternehmen, die ihre Kreditfazilitäten gar nicht voll ausnutzen (heute ein sehr hoher Prozentsatz, sonst würden sich die Unternehmen in Deutschland in der Summe ja nicht voll selbst-finanzieren: der Schuldenstand des gewerblichen Sektors steigt ja gar nicht mehr), ja weitaus niedriger als die WACC. (Als Häuslebauer kann ich mich doch heute zu 2 % p.a. oder darunter finanzieren). Ich weiß nicht, ob es Daten gibt, die die Frage beantworten: um wieviel überschreitet die in den Projektanträgen festgestellte erwartete Rendite die nachher realisierte Rendite?

So viel für heute.
CCvW

Lieber Herr von Weizsäcker,

die Eigenkapitalkosten werden üblicherweise mit dem Capital Asset Pricing Model berechnet. Damit soll die vom Markt verlangte Eigenkapitalrendite sichergestellt werden. Die WACCs ergeben sich dann als gewichtetes Mittel der Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten.

Bei der Wahl der Inputvariablen in das CAPM gibt es immer etwas Spielraum (insb. Länge der Stützperiode für die Daten). Unsere Auswertung der in den Geschäftsberichten der DAX-Unternehmen angegebenen WACCs zeigt, dass die Unternehmen dabei eher konservativ vorgehen (d.h. eine etwas längere Stützperiode für die CAPM-Rechnungen nehmen und so die jüngsten positiven Marktentwicklungen vorsichtig gewichten).

Beste Grüße, TM
Thomas Mayer

Lieber Herr von Weizsäcker,

zu Ihrer Email hat Thomas Mayer inzwischen einen interessanten Beitrag geschrieben. Ich möchte zusätzlich auf Ihren letzten Punkt eingehen: Wie unterscheiden sich erwartete und ex post Renditen?

Für börsennotierte Unternehmen kann man die ex post Rendite als total return verstehen. In seinem Klassiker "Stocks for the Long Run", S. 12, beziffert Jeremy Siegel die realen stock returns mit **7.0%** in 1802-1997 und **12.8%** in 1982-1997. Weil Siegel nach Körperschaftsteuer rechnet, passt der erste Wert recht gut zu den von mir genannten **10%** vor Steuern.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr von Weizsäcker,

Erlauben Sie mir eine Anmerkung zur empirischen Schätzung von WACC's:

Alle empirischen Schätzungen von WAAC sind mit großer Unsicherheit behaftet. Dabei ist die „Marktrisikoprämie“ diejenige Inputvariable, deren Schätzung mit der größten Unsicherheit verbunden ist. Die Marktrisikoprämie bezeichnet die Überrendite des Aktienmarktindex über den sicheren Zinssatz, den die Investoren in der Zukunft erwarten. Sie spiegelt den Grad der „aggregierten Risikoaversion“ der Investoren wider.

Die vorherrschende Methode zur Schätzung der Marktrisikoprämie besteht darin, die über lange Zeiträume (in den USA meist ab 1926) realisierte Überrendite des Marktindex (über den sicheren Zins) als Schätzer für die vom Markt zukünftig erwartete Marktrisikoprämie zu verwenden. Die Idee ist klar: über lange Zeiträume sollten sich zufällige Kursschocks ausgleichen und es gilt dann: realisierte Rendite = erwartete Rendite. Eventuell werden aber unsere Ur-Urenkel feststellen, dass das 20. Jahrhundert zufälligerweise ein „relativ gutes Jahrhundert“ für Aktionäre war – dann sind die heute gemessenen Marktrisikoprämien natürlich alle zu hoch geschätzt.

Unausgesprochene weitere Annahme der vorherrschenden Methode ist natürlich, dass die Marktrisikoprämie im Zeitablauf konstant ist. Da dies höchst unplausibel erscheint (es gibt viele Indizien dafür, dass das Niveau der aggregierten Risikoaversion der Investoren im Zeitablauf

schwankt), sollte man die über sehr lange Zeiträume gemessene Überrendite eher interpretieren als die „durchschnittliche Risikoprämie“, die die Marktteilnehmer im Zeitablauf erwartet haben. Bei dieser Interpretation spiegelt die gemessene Risikoprämie aber nur einen langfristigen Durchschnittswert wider und keinesfalls ihren (unbekannten) tatsächlichen heutigen Wert.

Ein anderer in Wissenschaft und Praxis verwendeter, aber weniger verbreiteter Ansatz ist die Schätzung der Risikoprämie mit dem Gordon Growth Modell.

Nach dem Gordon Growth Modell gilt:

Wert des Marktindex = Erwartete Dividenden im nächsten Jahr / (erwartete Marktindexrendite – erwartete Wachstumsrate der Dividenden)

Um die erwartete Marktindexrendite zu schätzen (die nach Abzug des sicheren Zinses die gesuchte Marktrisikoprämie ergibt), muss die zukünftige erwartete langfristige Wachstumsrate der aggregierten Dividenden des Marktindex geschätzt und als Input verwendet werden. In der empirischen Implementierung werden dazu aber üblicherweise die historischen Wachstumsraten der letzten Jahre verwendet (häufig nur das letzte Jahr). Hier liegt die naheliegende Gefahr von großen Schätzfehlern. Wenn die Dividenden im vergangenen Jahr kräftig gestiegen sind, der Markt aber in Zukunft von einer geringeren Steigerungsrate ausgeht, wird die Marktrisikoprämie überschätzt und das WACC zu hoch ausgewiesen.

Zusammengefasst halte ich die empirischen Schätzungen der WAAC's für wenig seriös, weil mit erheblichen Schätzfehlern behaftet. Im Anhang füge ich ein Paper von A. Damodaran bei, das beide Verfahren in größerem Detail erläutert.

Viele Grüße,

Mark Wahrenburg

Lieber Herr Simon,

ja, real heißt inflationsbereinigt. Nimmt man Jeremy Siegels total returns als belastbare ex post Renditen, sind diese nun einmal zweistellig. Mit niedrigen Kapitalkosten scheint die Firma Henkel zu rechnen (Anlage): 8,5% nominal, bei momentaner Preisniveaustabilität also auch annähernd real.

In meiner praktischen Zusammenarbeit mit Unternehmen kenne ich eigentlich keines, das mit einstelligen Renditen zufrieden wäre. Hierzu würden mich Ihre Erfahrungen interessieren.

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg:

Real heißt ja vermutlich inflationsbereinigt.

Das sind unglaubliche Renditen. Die Erklärung kann doch nur sein, dass die Investoren das Risiko massiv überschätzen/eine unrealistisch hohe Risikoprämie verlangen.

Kürzlich sagte mir ein sehr kluger Unternehmer, mit dem ich ein größeres Geschäft gemacht habe, mit nichts sei so viel Geld zu verdienen, wie mit der Übernahme von Risiko. Er hatte mir ein Investitionsrisiko abgekauft. Als Strafe habe ich dann nur den halben Gewinn erhalten. Trotzdem war das Investment sehr profitabel. Dennoch habe ich mich geärgert.

Beste Grüße

Prof. Dr. Dr. hc. mult. Hermann Simon

Chairman

Liebe Diskussionsteilnehmer,

die Diskussion jetzt erinnert mich an Russells Truthahn-Beispiel: Ein Truthahn erlebt, dass sich jeden Tag die Tür zu seinem Stall öffnet, ein Mensch hereinkommt und ihm Futter bringt. Also entwickelt er die Theorie, dass die Menschen dazu da sind, für den Lebensunterhalt der Truthähne zu sorgen. Diese Theorie bestätigt sich wieder und wieder, bis eines Tages, so um den 20. November herum,

Alle Versuche, aus beobachteten Realisierungen Information über Erwartungen zu gewinnen, beruhen auf den zwei Annahmen, (i) dass der zugrunde liegende Prozess stationär ist und (ii) dass die Beteiligten die Stationarität erkennen und die Parameter schätzen können. Beide Annahmen sind heroisch. Das Modell rationaler Erwartungen eignet sich als Denknodell, um über die Möglichkeiten und Grenzen der Koordination von Aktivitäten durch Märkte nachzudenken, aber sein Erklärungsanspruch ist schwach.

Für das Truthahn spielt das insofern keine Rolle, als er ohnehin keine Alternativen hatte. Für uns dagegen? Dazu zwei Beispiele:

1. DeMiguel, Garlappi, Uppal, Review of Financial Studies, zeigen, dass naive Diversifizierung (" $1/N$ ") auf Dauer erfolgreicher ist als die dem CAPM zugrundeliegende Mittelwert-Varianz-bestimmte Diversifizierung. Der Grund liegt darin, dass die zugrundeliegenden Prozesse nicht stationär sind und die Schätzfehler so groß, dass etwaige Vorteile der Mittelwert-Varianz-Diversifizierung demgegenüber verschwinden. Was kann dann der Geltungsanspruch des CAPM als Gleichgewichtsmodell sein?

2. In der Diskussion um die angemessene Bestimmung der Kapitalkosten bei der Netzzugangsregulierung Ende der 1990er Jahre berief sich die Deutsche Telekom auf die WACC und machte geltend, die hohen Aktienrenditen dieser Jahre seien ein Indiz für sehr hohe Eigenkapitalkosten. Da wird die Realisierung einer Überschussrendite als Indikator für hohe Kosten des Eigenkapitals genommen. In Anbetracht dessen, dass die Neubewertung der Aktien auf den Hunger der Anleger nach Aktien zurückzuführen war, halte ich dieses Argument für absurd.

Christian von Weizsäcker's Frage nach dem Zusammenhang von Kapitalkosten im Sinn von erwarteten Überschussrenditen und beobachteten Realisierungen von Renditen ist letztlich nicht zu beantworten. Dahinter steht nicht nur das allgemeine Problem der Induktion aus der Empirie, das auch physikalische "Gesetze" betrifft, sondern auch die Beobachtung, dass wir die "Gesetze", die wir vermuten, so gar nicht beobachten bzw. identifizieren können.

Zum Thema CAPM gehören noch die Bemerkungen, dass eine Fokussierung auf Aktien ohne Berücksichtigung von Schulden insofern problematisch ist, als das Marktportefeuille nur unvollkommen erfasst wird (Modigliani-Miller und Roll lassen grüßen), und dass ferner auch die qualitativen Aussagen der Theorie sich empirisch nur sehr schwach bestätigen. Man nimmt WACC, weil man nichts Besseres hat, aber das ist nicht sehr befriedigend.

Mit besten Grüßen,

Martin Hellwig

PS: Die Monopolkommission hat sich 2003 mit der Thematik befasst. Die Seiten 63 ff. des beigefügten Sondergutachtens 39 geben einen Überblick dazu.

Lieber Mark,
lieber Herr Hellwig,

die wichtige Frage, deren Diskussion Herr von Weizsäcker dankenswerter Weise vor knapp 3 Jahren angestoßen hatte, nämlich: was die Niedrigzinsphase volkswirtschaftlich bedeutet und wie die Politik darauf reagieren sollte, ist unabhängig von theoretischen Problemen der WACC.

Denn: Der noch einmal beigefügten Graphik zufolge rechnen derzeit die 3.700 Unternehmen aus der Bloomberg-Datenbasis mit realen Kapitalkosten von 10%. Ob ihre Kalkulation richtig oder falsch ist, spielt keine Rolle. Tatsache ist, dass die Unternehmen im Aggregat Projekte mit z. B. 8% realer Vorsteuerrendite ablehnen. Und das, obwohl die langfristigen Realzinsen nahe Null liegen.

Der seit 3 Jahren geführte Disput dreht sich um die Frage, ob wir die Realität mit $r = dF/dK$ angemessen beschreiben. Das ist Herrn von Weizsäckers Position. Aus der Gleichung folgt, daß die Grenzproduktivität des Kapitals und die marginal cost of public funds verschwunden sind und die Staatsverschuldung kostenfrei erhöht werden könnte bzw. auch sollte.

Nach meiner Ansicht wird die Realität besser durch $r > dF/dK$ beschrieben, eine Ungleichung, die man mit Risikoaversion oder Kreditrationierung motivieren kann.

Viele Grüße
Stefan Homburg

18.4.

18. Apr. 2016

Lieber Herr Homburg

In Ihrer Mail vom vergangenen Freitag, 15.4.16, geben Sie zwei mögliche Erklärungen für die Diskrepanz zwischen der vom Investor geforderten erwarteten Rendite und dem Realzins für (sichere) Staatsanleihen: Risikoaversion und Kreditrationierung. Ich gehe zuerst auf die Kreditrationierung ein, die Sie ja auch schon früher unter besonderem Hinweis auf Japan in die Debatte eingeführt haben, komme dann auch auf die Risikoaversion.

Wir stellen uns eine Volkswirtschaft vor, in der die miteinander konkurrierenden Banken ihre Kredite an potentielle Schuldner rationieren. Nach Ihrem Vorschlag erfolgt das Kreditlimit als Prozentsatz der dinglichen Sicherheit, die der Kredit-Suchende (U=Unternehmer) bieten kann. Wichtig ist nun, dass diese Kreditschranke vorab eine Bewertung der Aktiva des U durch die Bank voraussetzt. Dabei gibt es natürlich einen Beurteilungsspielraum der Bank. Ein „guter“ Schuldner einer Hausbank wird vorteilhaftere Bewertungen seiner Aktiva erfahren als ein neuer, der Bank bisher unbekannter Schuldner, der erst einmal „auf Herz und Nieren“ durchleuchtet wird. Diese der Kreditvergabe vorangehenden Aktivitäten der Bank verursachen dieser Kosten. Die Sorgfalt, mit der U betrachtet wird, kann niedrig sein, wenn die Bank Regeln hat, nach denen das Kreditlimit einen kleinen Prozentsatz der Aktiva-Werte ausmacht. Sie muss erheblich höher sein, wenn es um einen Kredit geht, der die „Leverage“ von U stark erhöht. Sei L das ins Auge gefasste Kreditlimit als Prozentsatz der konventionell bewerteten Aktiva. Dann können wir eine Funktion aufstellen $f(L)A$ wobei A die zu beleihenden Aktiva sind. Die Funktion $f(L)$ gibt dann die Kosten für die Bank an, die sie für die Beurteilung

des Kunden aufwenden zu müssen meint. Diese werden als Funktion von dem ins Auge gefassten L gesehen, wie oben ausgeführt.

Nun macht das Kreditgeschäft aus der Sicht der Bank nur bis zu einem Punkt entlang der L – Achse Sinn, bei dem gilt Kreditzinssatz (i)-Risikoprämie (ρ) der Bank $> \frac{\partial f}{\partial L} + r$, wobei r der Refinanzierungszins der Bank ist, den wir zur Vereinfachung einmal als die Rendite der fristgleichen Staatsanleihe ansetzen wollen – wie gesagt, wir sind bei diesem Gedankenexperiment in einem „sicheren“ Staat wie Deutschland oder die USA oder die Schweiz. (Wenn das Kreditlimit der Bank bei der Zentralbank „nahe“ ist, dann muss r eventuell durch die Opportunitätskosten der Kreditvergabe ersetzt werden, die sich daraus ergeben, dass man dann evtl. anderen Kreditnehmern weniger Kredit geben kann. Ist dieser Wert wesentlich höher als r , dann wird die Bank keine Staatsanleihen halten).

Gehen wir einmal zu dem Fall über, dass diese Ungleichung eine Gleichung ist; also $i - \rho = \frac{\partial f}{\partial L} + r$. Oder: $i - r = \frac{\partial f}{\partial L} + \rho$. Dies ist deshalb plausibel, weil es Wettbewerb zwischen Banken gibt.

Entscheidend für die volkswirtschaftliche Allokationsfrage ist nun: Repräsentiert die rechte Seite der letzten Gleichung volkswirtschaftliche Kosten? Die Antwort fällt relativ leicht für den Term $\frac{\partial f}{\partial L}$. Hier handelt es sich um Personal- und Sachaufwand der betrachteten Bank. Die Überwachungskosten der Bank repräsentieren knappe Ressourcen der Volkswirtschaft. In einem gut funktionierenden Bankensystem wird auch ρ überwiegend volkswirtschaftliche Kosten darstellen. Hier ist enthalten die Pauschalrückstellung für Kreditausfälle, die eine Bank bei den meisten Krediten macht. Denn Kreditausfälle können in der Regel als Ergebnis von Fehlinvestitionen angesehen werden, die dann auch volkswirtschaftlich zu Buche schlagen. Im Übrigen muss eine Bank im Wettbewerb sich als hinreichend groß herausstellen, sodass sie idiosynkratische Risiken einzelner Kunden verkraften kann. Es bleiben Risiken, die die ganze Volkswirtschaft betreffen, weil sie zu groß sind um durch Diversifikation eingefangen zu werden. Diese sind dann aber ex definitione auch volkswirtschaftliche Risiken.

So komme ich zum Ergebnis, dass man für die volkswirtschaftliche Rentabilität der „Grenzinvestition“ von der betrieblichen Rentabilität des Kreditnehmers,

i , noch den Term $\frac{\partial f}{\partial L} + \rho$ abziehen muss, sodass für die volkswirtschaftliche Rentabilität r übrig bleibt. Es gilt dann also – in Ihrer Sprechweise – $\frac{dF}{dK} = r$.

Beste Grüße

Carl Christian von Weizsäcker

19.4.

Lieber Herr von Weizsäcker,

Sie schlagen folgende Gleichgewichtsbedingung vor,
die ich zur Vereinfachung ohne Symbole schreibe:

Kapitalproduktivität = Risikoprämie + Agency cost + Refinanzierungszins

Einigkeit besteht darüber, daß die Refinanzierungszinsen seit der Großen Rezession gesunken sind. Uneinigkeit besteht darüber, was das volkswirtschaftlich bedeutet:

1. Ursprünglich hatten Sie (und später Summers) argumentiert, sinkende Refinanzierungszinsen deuteten auf sinkende Kapitalproduktivität hin, weshalb staatliches Deficit Spending einem "free lunch" gleichkomme.
2. Die Studie von Knolle und Lehmann (2016) deutet auf eine im Trend konstante und während der Rezession steigende Kapitalproduktivität hin.
3. Manche Ökonomen führen behaupten eine höhere Risikoprämie. Seit Mehra und Prescotts (1985) equity premium puzzle wissen wir aber, daß der Mehrertrag von Aktien gegenüber Staatsanleihen (real 6 Prozent) nicht mit Risikoaversion zu erklären ist.

4. In Ihrer letzten Email kommen Sie auf nun die Agency cost. Aber warum meinen Sie, diese Kosten seien in den letzten Jahren so stark gestiegen? Folgende US-Zahlen deuten exakt in die entgegengesetzte Richtung:

<https://research.stlouisfed.org/fred2/series/USNIM>

<https://www.federalreserve.gov/econresdata/notes/feds-notes/2015/why-are-net-interest-margins-of-large-banks-so-compressed-20151005.html>

Herzliche Grüße
Ihr Stefan Homburg

22.4.

Lieber Herr Homburg – ich beanspruche nicht, alles erklären zu können. In meiner Mail vom 18. April habe ich reagiert auf Ihre Hypothese, dass das beobachtete niedrige Investitionsniveau auf Kreditrationierung zurück zu führen sei. Daraus leiteten Sie die Ungleichung $DF/dK > r$ ab. In meiner Antwort ging es mir darum, welchen Aufschluss die unbestrittene Ungleichung $WACC > r$ für die Beantwortung der Frage bietet, ob das sehr niedrige r ein Preissignal für schuldenfinanzierte Staatsausgaben sei oder nicht. Daher mein Versuch, Sie und die anderen Leser davon zu überzeugen, dass Kreditrationierung nicht einfach vom Himmel fällt, sondern bei den Banken das Ergebnis eines Kontroll- und Überwachungsprozesses ist, der Grenzkosten verursacht, die der Zinsmarge der Banken entspricht. Insofern sind die Zinsen, die die Unternehmen zahlen, das falsche Signal für die volkswirtschaftliche Grenzproduktivität des Kapitals. Vielmehr ist dann r das bessere Signal, sofern man dann auch die Risikoprämie ähnlich interpretieren kann.

Nun verweisen Sie darauf, dass die Zinsmarge ohnehin recht gering sei. Das mag so sein. Aber das spricht doch dann dafür, dass der „Schattenpreis“ der Kreditrationierung ebenfalls klein ist, sodass die Kreditrationierung kein entscheidendes Hindernis für private Investitionen ist.

Nun verweisen Sie darauf, dass die von Investoren geforderte Eigenkapitalrendite sehr hoch ist, weshalb eben auch WACC hoch ist. Und sie ist während der letzten Jahre noch gestiegen, also genau in Zeiten größerer Verunsicherung. Genau so, wie sie auch in der Depression der 30-iger Jahre sehr hoch war. Das könne, schreiben Sie weiter, nicht durch Risikoaversion erklärt werden, wie man seit Mehra und Prescott wisse. Das mag im Rahmen einer bestimmten Theorie so sein; aber zeigt uns nicht die behavioral finance, dass dieser theoretische Rahmen falsch sein könnte?

Wie dem auch sei: es gibt sehr viele Sparer, die einen größeren Anteil ihrer Ersparnisse in Aktien anlegen könnten, als sie es tatsächlich tun. Vielleicht gefällt Ihnen hier der Begriff „Risikoaversion“ nicht; das Faktum bleibt – egal, wie es erklärt werden kann. Da es heute viele Möglichkeiten gibt, Indexfonds zu kaufen, ist die Kaufzurückhaltung ja auch nicht durch das idiosynkratische Risiko der einzelnen AG zu erklären. Es muss also entweder die Scheu vor 1. einem allgemeinen Marktrisiko sein, das die Leute ins Sparbuch treibt – oder 2. das Misstrauen gegenüber den Beratern. Der Fall 1. ist aber auch ein volkswirtschaftliches Risiko und muss insofern von der WACC abgezogen werden, um zur volkswirtschaftlichen Grenzproduktivität des Kapitals zu kommen. Der Fall 2. ist, wenn er sich auf Erfahrungen der Vergangenheit bezieht, ebenfalls ein volkswirtschaftlicher Kostenfaktor. Denn dann steht der so erklärten Risikoprämie der Anteil des Finanzsektors gegenüber, den dieser aus der Beratungstätigkeit erhält. Mit anderen Worten: ein Teil der Equity Premium landet gar nicht beim Sparer, sondern beim Intermediär, der aber zur Erringung dieses Anteils volkswirtschaftlich knappe Ressourcen aufgewendet hat; diese aber muss man dann ebenfalls von der WACC abziehen, um zur volkswirtschaftlichen Rendite zu kommen. Dieser Fall 2 ist dann auch eine gute Erklärung dafür, dass WACC nach der Lehman-Pleite gestiegen ist. Übrigens zu diesem Punkt eine Literaturempfehlung: John Kay, *Other People's Money*, New York 2015.

Anders zusammengefasst: je nach Anlageform gibt es im Gleichgewicht stark unterschiedliche Vermögensverwaltungskosten. Die volkswirtschaftliche Grenzproduktivität des Kapitals ist die betriebliche Bruttorendite (WACC als Durchschnittsgröße eines volkswirtschaftlich typischen Portfolios) abzüglich der anlagespezifischen Grenzverwaltungskosten, die im Gleichgewicht parallel zur betrieblichen Grenzproduktivität des Kapitals steigen. Damit ist die Rendite einer Anlage ohne merkliche Grenzverwaltungskosten (r) das beste Preissignal für die volkswirtschaftliche Grenzproduktivität des Kapitals. Letzteres Preissignal ist seit längerer Zeit gleich Null.

Herzliche Grüße

Carl Christian von Weizsäcker

Lieber Herr Krämer – in Ihrem heutigen Artikel in der WiWo argumentieren Sie gegen die Hypothese der Sparschwemme. Ich will hier nicht auf alle Ihre Argumente eingehen. Nur auf einen Denkfehler will ich Sie aufmerksam machen: Sie schreiben, die Sparquote hätte sich gegenüber früher doch gar nicht erhöht. Das kann einen alten Keynesianer wie mich natürlich nicht überzeugen. Schon in der General Theory hat Keynes ja gezeigt, dass eine erhöhte Sparneigung dann nicht zu erhöhter volkswirtschaftlicher Ersparnis führt, wenn nicht zugleich die Investitionen steigen, die aber von anderen Ursachen abhängen, wie zum Beispiel dem Kreditzins. Nur dann, wenn in einer vollbeschäftigten Volkswirtschaft, die erhöhte Sparneigung zu einem niedrigeren Gleichgewichtszins führt, erhöhen sich die Investitionen parallel, sodass Vollbeschäftigung erhalten bleiben kann.

Aber genau diese Situation haben wir nicht mehr seit der Finanzkrise. Die erhöhte Sparneigung ist da – seit China im Weltmarkt wichtig geworden ist. Aber seit 2008 haben wir gesunkene Zinsen, daher verringerten Anreiz zu sparen; und massiv gestiegene Arbeitslosigkeit, sodass die bei Vollbeschäftigung gewünschte Ersparnis aus Gründen der Not vielfach nicht gebildet werden kann. Und die privaten Investitionen sind nun wahrhaftig nicht gestiegen. Und in Deutschland, wo wir gute Beschäftigung haben, exportieren wir die gesamten Ersparnisse der privaten Haushalte ins Ausland – und das bei Nullzinsen.

Wir sollten nicht hinter Keynes zurückfallen.

Im Detail kann man dann über vieles diskutieren, aber post-Keynes und nicht ante-Keynes.

Beste Grüße

Carl Christian von Weizsäcker

Lieber Herr von Weizsäcker,

zu Ihrem tragenden Argument "massive Arbeitslosigkeit" anbei ein Schnappschuß zur augenblicklichen Lage der vier bedeutendsten westlichen Volkswirtschaften.

Sie sehen: Rekordbeschäftigung, Niedrigst-Zinsen plus Preisniveaustabilität.
Genau das ist aus meiner Sicht das Rätsel unserer Zeit, das wir lösen müssen.
Keynes hilft da kaum weiter.

Herzliche Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg – ja für diese vier Länder. Aber Frankreich, Spanien, Italien etc.? Und die USA? Warum steigen dort die Löhne nicht? Warum haben Trump und Sanders mit ihrer protektionistischen Agenda so viel Erfolg? Ich werde Sie nicht zu einem Stiglitz-Anhänger machen können. Er jedoch und viele andere Fachkollegen in den USA verweisen darauf, dass die Labor-Participation Rate viel niedriger ist als früher. Und was ist los in China?

Herzliche Grüße
CCvW

Lieber Herr von Weizsäcker,

die USA waren in meiner Tabelle eingeschlossen. Die Reallöhne sind dort seit 2007 um 7 Prozent gestiegen, was will man mehr?

Für Latein-Europa gelten meine Bemerkungen natürlich nicht. Wenn wir aber wirklich eine "globale säkulare Stagnation" hätten, fällt es schwer, die vier bedeutendsten Länder (D, J, UK, US) zu Anomalien zu erklären, finden Sie nicht?

Und mit China hat die Theorie doch überhaupt kein Problem: Es wächst mit sagenhaften Raten, wie früher D, J oder Südkorea, und wird irgendwann zur Landung ansetzen.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg,

zusätzlich zu den Ausführungen von Herrn von Weizsäcker (die ich teile) wäre noch anmerken, dass die Arbeitslosigkeit in US, J, D, UK wohl vor allem deshalb so stark gesunken ist, weil der 'Geldzins' dort unter Wicksells natürlichen Zins gefallen ist oder gedrückt wurde. Letzterer ist wegen der weltweiten Sparschwemme niedrig (und wäre ohne Staatverschuldung noch niedriger wie CvW ausführt). Die Fed, BoE und BoJ haben das (grob) verstanden und deshalb all die Dinge veranstaltet, die Sie und andere so verwerflich finden. Die EZB ist erst spät dazugestossen, hat es aber mittlerweile auch begriffen. In 2011 hat sie sogar die Zinsen erhöht und damit zur sogenannten Eurokrise beigetragen. Dadurch ist in D der Geldzins so stark gefallen, dass Ihre empirische Evidenz nun eben das zeigt, was sie zeigt.

Anders gewendet: Dank der Notenbanken (und der Staatverschuldung) haben wir lediglich säkulare Stagnation anstelle von säkularer Depression.

Beste Grüße aus Kalifornien,

Joachim Fels

23.4.

Lieber Herr Fels,

wenn Drucken von Staatsschuldscheinen und Banknoten die Lösung wäre, hätten jene Regierungschefs, die den Weizsäcker-Summers-Fels-Ratschlag beherzigen, die geringsten Probleme. Also Maduro, Hollande, Renzi, Rajoy ...

Und die "austerians" im Baltikum, Deutschland oder der Schweiz würden dumm dastehen.

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg – Ihre letzte Bemerkung entspricht dem rhetorischen Mittel, eine Behauptung dadurch zu bekämpfen, dass man sie „ad absurdum“ führt. Sie entspricht der Kritik an dem Satz (gesprochen von X) „Man muss aufpassen, dass man nicht durch unmäßiges Essen sein Leben verkürzt“. Diese Kritik lautete dann: „Wenn X recht hätte, dann hätte der Hungerkünstler recht, der empfiehlt, mit Essen ganz aufzuhören“.

Beste Grüße

CCvW

Lieber Herr von Weizsäcker,

das war nicht rhetorisch gemeint, sondern ernst. Die These, exzessive Schulden erzeugten Angst vor Enteignung und Steuererhöhungen und damit Investitionszurückhaltung halte ich für viel plausibler als eine "Sparschwemme", die ich angesichts sehr hoher Kapitalkosten nicht sehe.

Je nachdem, wie lange dieser Austausch noch währt, werden wir vielleicht Zeugen, wie in Latein-Europa weitere failed states entstehen.

Wenn ökonomische Probleme einfach mit Gelddrucken und Schuldenmachen gelöst werden könnten, bräuchten wir keine VWL. Die Erfahrung spricht aber dafür, daß die Dinge komplizierter sind.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Sehr geehrter Herr Professor Homburg,
Ihre Hinweise zu WACC habe ich gerne und mit Gewinn gelesen. Aber koennen wir politische Polemik bitte aus diesem Diskurs verbannen? Dass Hollande, Renzi, Rajoy Banknoten drucken koennen, waere mir neu.

Mit seiner Reformbilanz kann sich Rajoy ja durchaus sehen lassen. Und dank seiner Arbeitsmarktreform vom Januar 2015 eignet sich auch Renzi nicht als Buhmann. Da gaebe es an der deutschen Wirtschaftspolitik derzeit mehr auszusetzen. Waehrend Berlin zwar Austeritaet und angebotsorientierte Reformen predigt, goennen wir uns in unserer eigenen Arbeitsmarkt-, Sozial- und Rentenpolitik seit etwa sieben Jahren doch eher wieder den suessen Wein.

Saekulare Stagnation ist ein irrefuehrender Begriff. Bei Summers muss man einiges an Marktschreierei abziehen. Aber zeigt nicht die Evidenz auf beiden Seiten des Atlantiks, dass die Sparneigung groesser und die Investitionsneigung geringer ist als in frueheren Jahrzehnten? Entsprechend pendelt sich das Gleichgewicht zwischen Angebot an und Nachfrage nach Ersparnissen bei einem geringeren Realzins ein. Dass mangels grosser Inflationsgefahren sachlich berechnigte Schwinden der Risikoprämie fuer Inflation verstaerkt noch diesen Effekt.

Sollten Volkswirte deshalb Staaten empfehlen, mehr zu investieren? Darueber laesst sich trefflich streiten. Wer Staaten zutraut, das geborgte Geld hinreichend sinnvoll zu verwenden, duerfte dazu "ja" sagen. Wer glaubt, dass Staaten das Geld eher verschwenden oder durch mehr staatliches Handeln die Anreizstruktur fuer private Wirtschaftssubjekte grob verzerren wuerden, duerfte zu einem "nein" neigen. Aber die Diskussion muss doch nicht in ein "austerians" gegen "Lateineuropa" ausarten.

Viele Gruesse,
Holger Schmieding

Lieber Herr Schmieding,

irgendwie muß ich ungeschickt formuliert haben, aber ich habe nichts polemisch gemeint: Renzi, Hollande und Rajoy betreiben auch 7 Jahre (!) nach der Großen Rezession eine rechtswidrige Politik mit Defizitquoten, die allesamt über 3 Prozent liegen. Rajoy hat die Haushaltslage vor der Spanienwahl mit Steuergeschenken verschlimmert, und Renzi hat bisher finanzpolitisch nichts zuwege gebracht, ganz im Gegenteil.

Im Gegensatz zu Ihnen bin ich der Meinung, daß Lateineuropa nicht nur bei der Fiskal-, sondern auch bei der Geldpolitik verantwortungslos handelt. Die Mittelmeerstaaten haben nun einmal die EZB im Griff, und wenn die ihr QE weiter so akzeleriert, wird sie in einigen Jahren **sämtliche** europäischen Staatsschuldtitel besitzen.

Die Fed hat erkannt, daß QE nichts bringt und hat es deshalb schon lange beendet. Demgegenüber betreibt die EZB QE als **Fiskalpolitik**, und das hat Draghi (whatever it takes) ja auch ganz offen gesagt. Auf

diese Weise schafft Draghi monatlich 80 Mrd. Eurobonds, ohne daß in D irgendein Volksvertreter dem zugestimmt hat.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg,

wenn man alles in einen Topf wirft und dann kräftig umrührt bekommt man nicht unbedingt ein differenziertes Bild.

On 23.04.2016 15:54, Stefan Homburg wrote:

Lieber Herr Fels,

wenn Drucken von Staatsschuldscheinen und Banknoten die Lösung wäre, hätten jene Regierungschefs, die den Weizsäcker-Summers-Fels-Ratschlag beherzigen, die geringsten Probleme. Also Maduro,

Argentinien hat Inflation und nicht,, wie Europa, Deflation. Niemand würde hier eine Ausweitung der Staatsnachfrage befürworten.

Hollande,

Mit Staatsverschuldung in Frankreich kann man nicht die Lohnkostendisparitäten zwischen Frankreich (zu hohe Löhne) und Deutschland (zu niedrige Löhne) beseitigen, sondern nur mit zusätzlicher Staatsverschuldung in Deutschland. Die Lohnkostendisparitäten sind für ein Verständnis der Probleme m.E. zentral. Man sollte, wie ja auch von vielen empfohlen wird, durch expansive Maßnahmen in Deutschland die deutschen Lohnkosten anheben statt die in den anderen Euro-Ländern zu senken. (Bekanntes Argument: Wegen downward wage rigidity ist interne Abwertung extrem kostspielig. Sollte eigentlich bekannt sein.)

Renzi, Rajoy ...

Desgleichen

Und die "austerians" im Baltikum, Deutschland oder der Schweiz würden dumm dastehen.

Die Schuldenbremse impliziert für Deutschland dass das gesetzliche Gebot eines ausenwirtschaftlichen Gleichgewichts verletzt wird. Wenn man inkonsistente Gesetze macht, kann man alles rechtfertigen. Man sollte der ausenwirtschaftlichen Gleichgewichts (Stabilitäts- und Wachstumsgesetz, Währungsunion Finanzstabiölitätsgesetz) Priorität einräumen statt fortlaufend gesetzeswidrige Wirtschafts- und Fiskalpolitik zu machen.

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Ebenfalls

Ihr

Ekkehart Schlicht

Lieber Herr Homburg – dann sind wir uns ja in einem Punkt einig: die Dinge sind kompliziert. Aber was folgt daraus für uns Diskutanten? Doch wohl nicht, dass Sie mir oder Fels oder Schmieding den Vorwurf machen können, wir meinten, man könne ökonomische Probleme einfach durch Gelddrucken lösen. Ich kann jedenfalls für mich sagen, dass ich eine solche Aussage weder gemacht noch auch nur gebilligt hätte.

Nun zur Sache selbst: in mehreren Publikationen und in vielen E-Mails in dieser Runde habe ich die Gründe angeführt, weshalb ich die These von der Sparschwemme für richtig halte. Sie haben Ihrerseits viel zu tun – und daher kann ich nicht erwarten, dass Sie mir Punkt für Punkt auseinandersetzen, was aus Ihrer Sicht falsch an meiner Analyse ist.

Sie haben als Hauptgegenargument den Hinweis auf die hohen Kapitalkosten. Auf den ersten Blick ist das auch beeindruckend. In den letzten Tagen habe ich aber auf dieses Argument repliziert und – so meine ich – nachgewiesen, dass der Zins für Bundesanleihen das korrekte Preissignal für die volkswirtschaftliche Grenzproduktivität des Kapitals ist. Dieser Zins ist Null. Und das bei einem sehr hohen Bestand an Staatsschulden. Wo wäre er dann ohne einen Bestand an Staatsschulden? Das ist meine Behauptung eines negativen natürlichen Zinses. Ich warte hier auf Ihre Kritik.

Wie gesagt: die Dinge sind kompliziert. Vor allem hängt das Schicksal der Weltwirtschaft auch von den Zukunftserwartungen der Menschen ab. Und so kann es durchaus sein, dass viele potentielle Investoren in der Angst vor einem schulden-induzierten Zusammenbruch ihre Investitionen zurück halten. Daher ist es völlig richtig, den Südländern des Euro zu empfehlen, mit der Staatsverschuldung sehr vorsichtig zu sein. Aber gerade deshalb ist es erforderlich, dass die fiskalisch starken Staaten wie Deutschland die Gesamtnachfrage im Euro-Raum durch Steuersenkung und Infrastrukturinvestitionen ankurbeln, um so eine Politik à la Rajoy in Spanien mehrheitsfähig zu machen, weil man durch verbesserte Exporte nach Deutschland den Wählern zeigen kann: es geht aufwärts. Die Wahlen in Südeuropa, die eine Politik der Vernunft nicht honoriert haben, gehen m.E. nicht zuletzt auf das Konto der Schäubleschen Politik, die zu einem Totalexport der Ersparnisse der deutschen privaten Haushalte geführt hat.

Dass man durch falsche Welterklärungen veranlasst wird, mittels falscher Entscheidungen das Problem, das man bekämpfen will, noch zu verschlimmern, ist Ihnen und mir geläufig. Wenn die potentiellen Investoren die Staatsschulden als Hemmnis für rentable Investitionen sehen und sich daher zurück halten, mögen sie durch die einbrechende Konjunktur die Staatsschulden gerade noch vergrößern. Hätten sie die richtige Welterklärung („die Notwendigkeit von Staatsschulden angesichts des negativen natürlichen Zinses“), so würde eine dieser Theorie entsprechende Staatsschuldenpolitik ihre Investitionsbereitschaft anheben.

Lassen Sie mich eine Analogie aus dem Mittelalter darstellen. Als die Pest ausbrach, interpretierten dies viele fromme Leute als Strafe Gottes für das Prasserleben (mangelnde Austerität, würde man modern sagen). Dem begegneten sie dadurch, dass sie nackt und sich selbst peitschend als Flagellanten von Stadt zu Stadt zogen und die Mitmenschen zur Askese aufforderten. Durch diese Wanderung der Flagellantenhorden verbreitete sich die Pest als ansteckende Krankheit umso schneller. Wären die Menschen doch nicht so fromm gewesen!

Aber zurück zur Ökonomie: gesucht wird das optimale Mittelmaß zwischen Austerität und Verschwendung. Als Ökonomen schauen wir auf Preissignale. Ich interpretiere die heutigen Preissignale als Signal für eine fiskalisch expansivere Politik. Sie verwenden andere Daten als die relevanten Preissignale und plädieren daher für das Gegenteil. Wir müssen uns somit darum bemühen, die richtigen Preissignale ausfindig zu machen.

Beste Grüße

Ihr

CCvW

PS: gerade kommt Ekkehart Schlichts Mail, der ich voll zustimme

24.4.

Eine interessante Diskussion. Vielleicht darf ich einige Nuancen einwerfen.

Weder die USA noch Europa befinden sich in einem soliden Aufschwung: eher ist es so, daß beide Regionen daran sind, die letzte Krise zu überwinden. Zufrieden kann man damit nicht sein. Asien, insbesondere China, macht darüberhinaus nun auch Sorgen. Realzinsen auf Staatspapiere sind außerordentlich niedrig. Das heißt sicherlich nicht, daß Firmen auch zu diesem Zins borgen können -- - das wäre doch wunderschön, oder? --- aber ohne Frage ist das Realzins für gute Kreditnehmer derzeit historisch niedrig. Es ist daher plausibel, daß das Angebot an Sparvermögen gestiegen ist, getrieben vielleicht durch den zunehmenden Bedarf der Altersvorsorge: dann sind das möglicherweise persistente Änderungen. Die Bezeichnung "Sparschwemme" klingt mir arg dramatisch, aber von mir aus. Ein niedriger Realzins aufgrund dieser zusätzlichen Sparneigung hat zunächst einmal eine Menge gute Seiten: dies sollte dazu führen, daß sich mehr Investitionen lohnen und das produktive Kapital wächst. Das ist das Gegenteil von "säkularer Stagnation", die dann andere Ursachen haben muß, wenn es sie denn wirklich gibt. Jedenfalls kein Grund für Staatseingriffe.

Ein niedriger Realzins kann auch zustande kommen, weil die Nachfrage nach Sparvermögen gesunken ist: vielleicht weil Firmen derzeit wenig profitable Investitionsmöglichkeiten sehen, trotz des niedrigen Zinsniveaus für gute Kredite. Das mag noch an dem Ausklang der Krise liegen, vielleicht am gesunkenen Produktivitätswachstum, wahrscheinlich nicht an der Angst, daß der Staat demnächst alles wegnimmt (naja, in einigen Ländern vielleicht schon). Gibt es hier einen Grund für

Staatseingriffe und Stimulierung der Nachfrage nach Gütern, etwa? Da gibt es derzeit eine große und lebendige Literatur mit neu-keynesianischen Modellen dazu: die Mechanismen lassen aber bei näherer Betrachtung viel zu wünschen übrig, denke ich. Man kann hier geteilter Meinung sein, aber ich zähle mich hier zu den Skeptikern, daß mehr Staatsschulden viel Gutes tun können (viel Schlechtes im Moment vielleicht auch nicht). Wir sind nicht mehr in einer tiefen Rezession und das zögerliche Verhalten der Firmen hat wohl eher fundamentale, nicht-keynesianische Gründe. Wird das Produktivitätswachstum niedrig bleiben, weil inzwischen alles Wichtige erfunden wurde? Möglich ist das, vielleicht ist es auch nur eine temporäre Delle, und als Ökonomen haben wir hier wohl nicht allzu viel Zuverlässiges, was wir da in den Kristalkugeln sehen können. Jeder darf aber nach Herzenslust spekulieren.

Also vielleicht ein niedriges Realzinsniveau für lange Zeit: schlecht für Sparer, gut für Kreditnehmer, und grundsätzlich kein Grund zu Sorge. Bis auf einen Punkt: niedrige Inflation kann dann dazu führen, daß Nominalzinsen lange an der Nullgrenze bleiben, oder dort abgehalten werden, auf ein gewünschtes, negatives Niveau zu fallen. Dann brauchen wir entweder neue Instrumentarien für die Zentralbanken (die eifrig dabei sind, hier zu experimentieren), oder doch eine mittelfristig höhere Inflation. Stabile Geldpolitik mag in Zukunft ein Inflationsziel von drei, vielleicht sogar vier Prozent erfordern, daß man dann aber langsam und mit Vorsicht ansteuern sollte. Es geht hier nicht um einen Stimulus-Schub, sondern darum, Manövrier-Raum für die Zentralbanken herzustellen.

Ist das alles schon irgendwo gesagt worden? Na klar. Bitte verzeihen Sie mir, wenn ich nun nicht noch die diversen Literaturquellen nachschiebe, die die meisten von Ihnen ohnehin kennen. Insbesondere gibt es viele schöne quantitative Untersuchungen zu etlichen dieser Themen: vielleicht sollte man einige davon in den Mittelpunkt einer substantiven Diskussion stellen. Aber vielleicht hilft mein kleine Einwurf ja, die Debatte in fruchtbare Richtungen weiterzutragen.

Mit freundlichen Grüßen,

Harald Uhlig

Lieber Christian, lieber Herr Uhlig,

Ihre beiden Positionen kann ich im Großen und Ganzen teilen. Der Zins ist eine Funktion von Angebot und Nachfrage und daher niedrig. Staatsverschuldung ist angesagt, damit die Zinsen nicht unter null sinken. Denn das würde den Menschen die Altersersparnis verunmöglichen. Das Geld der zusätzlichen Staatsverschuldung soll ausgegeben werden, damit die Stagnation zurückgeht. [C.C.v.W. sagt für „Infrastruktur“, m.E. etwas nebulös]. Mit allem einverstanden. Die Ausgaben sollen wie Wolf in der FT schreibt möglichst lumpsum erfolgen, als Helikopter drops (was offenbar sogar Misesianer, wie Herr Maier, wenn ich ihn richtig verstanden habe, zu befürworten scheinen).

Ja selbst Herr Schäuble könnte bis diesem Punkt noch zustimmen. Doch er wird fragen: In den Hallen des BMF lobbyieren hunderte von Interessengruppen. Die wollen auch Staatsverschuldung. Aber nicht irgendwelche Helikopter Drops, sondern Ausgaben für ihre eigenen Interessen, z.B. für die menschenwürdige Aufzucht von Hühnern. Kann man da als Polit-Ökonom Herrn Schäuble nicht verstehen, wenn er den Interessengruppen sagt: „Alle raus aus dem BMF! Es gibt überhaupt kein Geld! Das verbietet die Schuldenbremse. Diese ist zwar falsch. Aber sie stellt den einzigen Weg dar,

wie ich meinen Haushalt vor Euch, Interessengruppen, schützen und in Ordnung halten kann. Ich habe zwar von Lumpsum-Ausgaben gelesen. Aber die gibt es, wie Milton Friedman sagte, nur für eine Einmalaktion. Alle Wiederholungen sind interessengruppengeleitet. Folglich ist die Schuldenbremse meine ultima ratio.

„Lieber Herr von Weizsäcker: Haben Sie ein Herz für mich!“

Charles B. Blankart

Lieber Herr Schlicht,

ich weitgehend Ihrer Meinung. Meine Beiträge wenden sich ja gegen das undifferenzierte Bild, globale Phänomene mit einer angeblichen "Sparschwemme" zu erklären. In Wirklichkeit haben wir in Venezuela, Türkei, Rußland, Brasilien etc. starke Inflation als Ausdruck einer Übernachfrage, in Latein-Europa rigide Arbeitsmärkte und in D, US etc. eine Situation, die wir rückblickend einmal beneidenswert nennen werden.

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

24. 4.

Lieber Herr von Weizsäcker,

da schläft man einige Stunden, und schon ist die Inbox wieder mit interessanten Beiträgen gefüllt, diesmal von Ihnen, Herrn Uhlig, Herrn Blankart und Herrn Schlicht.

Auf Ihr zentrales Argument, der Realzins auf Bundesanleihen sei das korrekte Maß für die Grenzproduktivität des Kapitals, gehe ich gern ein. Ich beziehe mich dabei auf aktuelle Literatur, in der es nur so wimmelt vor "collateral constraints" und "borrowing constraints". Hier mein Vorschlag, der so modellhaft gefaßt ist, wie in einer Email möglich.

1. Wir gehen aus von $dF/dK = r$ in der Vorkrisenzeit. Zinsmargen werden in der Literatur vernachlässigt, und sie sind in den letzten Jahren gesunken. Deshalb vernachlässige ich sie ebenfalls.

2. Durch die Finanzkrise (Immobilien-crash, Banken- und Marktzusammenbrüche) wird ein "collateral constraint" wirksam. Dadurch wird das Investitionsvolumen zinsunelastisch.

3. Wie die beiliegende Simulation zeigt, führt QE hierbei nicht zu Inflation, sondern senkt allein den Marktzins. Empirische Implikationen: WACC bleiben hoch, Marktzins sinkt, es gilt $dF/dK > r$.

4. Unterstellt man, daß der Staat selbst nicht kreditrationiert ist, bewirken schuldenfinanzierte Staatsausgaben ein vollständiges Crowding-out. Dies ist

m. E. der Kern des latein-europäischen Problems, nachdem die Kapitalzuflüsse von außen weitgehend versiegt sind. Insbesondere leiden dort die Immobilienpreise, was die den Banken zur Verfügung stehenden Sicherheiten verschlechtert. Evident ist das in Italien, wo offenbar die nächste Bankenkrise bevorsteht.

Meine Schlußfolgerung aus dieser Skizze, die mit allem kompatibel ist, was wir beobachten (hohe WACC, keine Inflation trotz QE, niedrige Zinsen) lautet: Nicht der Zins auf Bundesanleihen, sondern die WACC sind das richtige Maß für die Opportunitätskosten staatlicher Schuldenprogramme.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg,

Sie verweisen auf „Defizitquoten, die allesamt über 3 Prozent liegen“. Laut Eurostat trifft das fuer Italien seit vier Jahren nicht mehr zu mit Quoten von 2,9% in 2012, 2,9% in 2013, 3,0% in 2014 und 2,6% in 2015. Hart am Wind, aber nicht ueber 3%. Ob Renzis Politik „rechtswidrig“ ist, wie Sie schreiben, koennen nur Juristen abschliessend beurteilen. Die reine Defizitquote begruendet fuer Renzi zumindest keinen Anfangsverdacht.

Zu den Fakten gehoert auch:

- 1) Vor und mit Draghi hat die EZB auch Deutschland ein hoeheres Mass an Preisstabilitaet beschert, als es die Bundesbank vorher je vermocht hat.
- 2) Auch die EZB hat Fehler gemacht. So hat sie wider alle monetaristische Vernunft zugelassen, dass sechs Jahre lang – von Anfang 2009 bis Ende 2014 – die Geldmenge M3 nur um durchschnittlich 2% pro Jahr zugelegt hat. Entsprechend mau war die Konjunkturlage in der Eurozone.
- 3) Erst seit die EZB Anfang 2015 ihre Zins- um eine Offenmarktpolitik mit Anleihekaeufen ergaenzt hat, hat sie den M3-Zuwachs wieder auf 5% gegenueber Vorjahr angehoben. Seit der Geldmantel nicht mehr zu eng geschneidert ist, hat sich die Binnennachfrage erholt.

Die Offenmarktpolitik der EZB laesst sich monetaristisch begruenden, ohne sie mit Begriffen wie „verantwortungslos“ oder „Lateineuropa“ belegen zu muessen. Dass die US-Fed bereits sechs Jahre vor der EZB zur Offenmarktpolitik uebergegangen war, kann ein Grund dafuer sein, dass in den USA die Konjunktur in den letzten sieben Jahren stabiler was als in der Eurozone. Bei entsprechend anziehender Kreditnachfrage in den USA konnte die Fed deshalb ihre Anleihekaeufe bereits abschliessen und wieder zur reinen Zinspolitik uebergehen. Bei uns wird die EZB ihre Anleihekaeufe wohl noch eine Weile fortsetzen muessen. Wenn die Konjunktur sich dann auch bei uns hinreichend gefestigt hat, wird sie zur reinen Zinspolitik zurueckkehren koennen.

Viele Gruesse,
Holger Schmieding

Lieber Herr Homburg,

es ist zwar in dieser Diskussion schon fast alles gesagt worden, aber erlauben Sie mir bitte ein paar Gedanken zu Ihren Argumenten beizusteuern.

Wenn ich Sie richtig verstehe, ist Ihr zentrales Argument, dass aufgrund von Rationierung (Collateral Constraints) im Kapitalmarkt für einige Marktteilnehmer (nicht aber notwendigerweise den Staat) der Multiplikator auf einen „Collateral Constraint“ positiv ist, also für einige i

$$dF/dK = r + \delta + \mu_i$$

mit strikt positivem μ_i (und Abschreibungsrate δ) gilt und sich im Schnitt die Borrowing Constraints verschärft, mithin die Multiplikatoren erhöht, haben. Korrekt? (Testbare Implikation vielleicht: Ist die Kapitalproduktivität im Querschnitt disperser geworden?)

Was ich nicht verstehe, ist, warum Sie daraus schließen, dass es ein vollständiges "crowding out" gäbe. Meines Erachtens gilt in dieser Situation genau das Gegenteil:

Sei $A(r)$ das Angebot an „Funds“ aus dem privaten Sektor, D die Staatsschulden, $A^* = A - D$ das Nettokapitalangebot des privaten an den Unternehmenssektor. Normalerweise ist die Nachfrage nach Kapital für private Investitionen $N(r) = (dF/dK)^{-1}(r + \delta)$ (wie in Aiyagari-MacGratten (1997)), in der von Ihnen skizzierten Situation aber zumindest lokal $N = N(\text{collateral})$.

Ändert der Staat nun D , so ändert sich, weil N wegen der constraints nicht auf r reagiert, lediglich der Zins ($A^*(r, D) = N(\text{collateral})$).

Es findet also gerade KEIN crowding out statt und es bleibt der Zins r auf Staatsanleihen für den Staat das einzig relevante Preissignal. Insofern denke ich, dass bei niedrigeren Zinsen für den Staat mehr staatliche Investitionen sinnvoll sind als bei höheren (was nichts sagt über den Vergleich zum Ist-Zustand). Was übersehe ich?

Man kann die Situation dahingehend reicher machen, als dass die Leihkapazität des privaten Sektors vom Zins (z.B. wegen des Wertes von Land) oder von der Menge umlaufender Staatstitel abhängt und so das Ergebnis in die eine oder andere Richtung verändern.

Ebenso kann man (das Alters)vorsorge Argument argumentieren, dass Staatstitel Selbstversicherung erleichtern (Aiyagari-MacGratten (1997)) und deshalb ein mehr wünschenswert ist, solange keine privaten Investitionen verdrängt werden.

Ich glaube, dass das einzige Argument, welches dazu führt, dass der Gleichgewichtszins sinkt und nicht mehr Staatsinvestitionen wünschenswert sind, das von Harald Uhlig gemachte Produktivitätsargument ist. Wenn die Produktivität von Staatsinvestitionen in gleichem Maße fällt, wie es die privaten Investitionen tun (als Reaktion auf eine gesamtwirtschaftliche

Produktivitätsveränderung, Arbeitsneigung, etc.), dann bewegen sich die Zinsen, aber das sagt nichts über die optimale Verwendung der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis.

Mit freundlichen Grüßen

Christian Bayer

Lieber Herr Bayer,

herzlichen Dank für Ihren Beitrag, der unsere Diskussion weiterbringt. Um auf Ihren zentralen Punkt zu fokussieren, habe ich den weiteren Text abgeschnitten und meine Antworten wie folgt in Ihren Text eingebaut:

Am 24.04.2016 um 11:48 schrieb Christian Bayer:

Lieber Herr Homburg,

es ist zwar in dieser Diskussion schon fast alles gesagt worden, aber erlauben Sie mir bitte ein paar Gedanken zu Ihren Argumenten beizusteuern.

Wenn ich Sie richtig verstehe, ist Ihr zentrales Argument, dass aufgrund von Rationierung (Collateral Constraints) im Kapitalmarkt für einige Marktteilnehmer (nicht aber notwendigerweise den Staat) der Multiplikator auf einen „Collateral Constraint“ positiv ist, also für einige i

$$dF/dK=r+\delta+\mu_i$$

mit strikt positivem μ_i (und Abschreibungsrate δ) gilt und sich im Schnitt die Borrowing Constraints verschärft, mithin die Multiplikatoren erhöht, haben. Korrekt?

Das ist völlig korrekt. Im beigefügten Papier (S. 9) ist $\delta = 1$, und μ_i heißt ξ . Ansonsten nennen Sie den Knackpunkt: Eine Verschärfung von borrowing constraints **erhöht** den Lagrange-Multiplikator und **senkt den Zinssatz selbst dann, wenn die Kapitalproduktivität unverändert bleibt**. Dieser Zinseffekt wurde wohl zuerst von Huggett (1993) genannt.

Was ich nicht verstehe, ist, warum Sie daraus schließen, dass es ein vollständiges "crowding out" gäbe. Meines Erachtens gilt in dieser Situation genau das Gegenteil:

Sei $A(r)$ das Angebot an „Funds“ aus dem privaten Sektor, D die Staatsschulden, $A^*=A-D$ das Nettokapitalangebot des privaten an den Unternehmenssektor. Normalerweise ist die Nachfrage

nach Kapital für private Investitionen $N(r) = (dF/dK)^{-1}(r+\delta)$ (wie in Aiyagari-MacGratten (1997)), in der von Ihnen skizzierten Situation aber zumindest lokal $N=N(\text{collateral})$.

Ändert der Staat nun D , so ändert sich, weil N wegen der constraints nicht auf r reagiert, lediglich der Zins ($A^*(r,D) = N(\text{collateral})$).

Es findet also gerade KEIN crowding out statt und es bleibt der Zins r auf Staatsanleihen für den Staat das einzig relevante Preissignal. Insofern denke ich, dass bei niedrigeren Zinsen für den Staat mehr staatliche Investitionen sinnvoll sind als bei höheren (was nichts sagt über den Vergleich zum Ist-Zustand). Was übersehe ich?

In Ihrer Notation ist A das Kapitalangebot der privaten Haushalte, D das Staatsdefizit und $A^*=A-D$ das für private Unternehmen verbleibende Kapitalangebot, also $A^*=K$. Eine Zunahme von D mindert A^* und damit K , das heißt, es kommt zu einem totalen Crowding out. Ich nenne das "stealth crowding out", weil es nicht über einen **Zinsanstieg** funktioniert, sondern rein **saldenmechanisch**, über Budgetbeschränkungen.

Aiyagari und McGrattan (1998) The Optimum Quantity of Debt, JME, schreiben auf S. 456 genau dasselbe: "The third effect on welfare of raising the level of government debt is the crowding out of capital and the consequent reduction in per capita consumption that is familiar from the overlapping generations framework."

Aiyagari und McGrattan verwenden ein abstraktes Modell ohne Unternehmen, das zudem Ricardianisch ist, weshalb Staatsschulden bei vollständigen Märkten überhaupt keine Wirkung haben. Bei allen Auffassungsunterschieden waren Herr von Weizsäcker und ich uns zumindest immer einig in der Verwendung Nicht-Ricardianischer Modelle.

Anbei noch eine Simulation zum "stealth crowding out". Ich freue mich über Ihre Entgegnung, wenn Sie meine Argumentation nicht überzeugt.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg,

leider überzeugen Sie mich in der Tat nicht.

Wenn

$$A(r) = N + D$$

das Gleichgewicht am Kapitalmarkt beschreibt und N anders als im Standardfall nicht von r abhängt, dann muss eine Erhöhung von D zu einer Erhöhung des Zinses führen, bis der private Sektor bereit ist hinreichend *zusätzliche* Ersparnis zu bilden, um die Staatsschulden zu kaufen. Das verdrängt aber gerade keine privaten Investitionen, die ja annahmegemäß wegen des collateral constraints von r unabhängig sind. Die zusätzlichen Staatsschulden verdrängen also lediglich privaten Konsum.

Der Vollständigkeit halber: Aiyagari/MacGratten (1997), ist im standard incomplete Markets (Bewley/Hugget/Aiyagari) Rahmen formuliert und gerade dadurch stellt sich in deren Analyse die Frage nach der optimalen Menge an Staatsschulden.

Mit freundlichen Grüßen

Christian Bayer

25.4.

Wenn ich auch noch etwas Literatur in die Runde geben darf:
http://www.econ.uzh.ch/dam/jcr:bcd14144-9077-465c-b4ca-f5f8366e7175/version_govdebt_inequality_feb16.pdf

Ein Arbeitspapier, dass Aiyagari/McGrattan neu auflegt und zwei Dinge (besser) tut: 1) die Vermoegensverteilung und vor allem den Anteil kreditbeschaenkter Haushalte genauer zu kalibrieren und 2) sich die Transitionpfade anzuschauen (wir duerfen nicht vergessen: vergleichende steady states bringen uns nur sehr bedingt weiter, denn wir sind ja schon wo in der realen Welt). Die quantitativen Resultate sind durchaus spannend.

Vielleicht einen noch allgemeineren methodologischen Punkt: die Frage nach dem optimalen Niveau der Staatsverschuldung und ihrem optimalen Aufbau/Abbau scheint mir eine eminent quantitative Frage zu sein, die man eben durch quantitative makrooekonomische Modelle wird loesen muessen.

Herzliche Gruesse

R. Bachmann

Lieber Herr Bayer,

in meinem Ansatz (mit logarithmischer Nutzenfunktion)
ist die Ersparnis der Konsumenten unabhängig vom Realzins.
Man hat dann $A = N + D$ statt $A(r) = N + D$. Eine Zunahme von
 D senkt N bei konstantem A , der Zinsmechanismus ist inoperativ.

Wie unten zitiert, schreiben Aiyagari und McGrattan (1998), S. 456:

"The third effect on welfare of raising the level of government debt is the **crowding out of capital...**". Deren Beschreibung stimmt mit meiner überein. Weil Sie konsistent 1997 statt 1998 schreiben: Meinen Sie vielleicht ein anderes Papier, das ich nicht kenne?

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Liebe Kollegen,

wenn wir jetzt bei Theorien des optimalen Staatsschuldenstandes angekommen sind, so möchte ich hierzu einige Dinge zu bedenken geben:

Da Staatsschuldenmärkte unvollständige Märkte sind, so ergeben sich in einer Welt mit verzerrenden Steuern, die wir nun mal haben, folgende Überlegungen zum optimalen Schuldenstand:

- (1) Ein hoher Staatsschuldenstand kommt nicht ohne Risiko, dann das Staatsbudget unterliegt einem Zinsänderungsrisiko wenn Schulden refinanziert werden (ich gehe davon aus, dass wir die Nullzinsgrenze irgendwann mal wieder verlassen). Dieser Risiko ist multiplikativ: je höher der Schuldenstand und damit das Refinanzierungsvolumen, desto höher das Risiko für eine gegebene Zinsänderung. Für Italien und andere Länder ist m.E. dieses Risiko nicht zu vernachlässigen.
- (2) Höheres Zinsänderungsrisiko bedeutet auch ein höheres Steuerrisiko (oder ein Ausgabenrisiko auf Staatsseite, wenn diese Marge zur Anpassung genutzt werden kann).
- (3) Es ist optimal, dies Steuer/Ausgaben-Risiko zu reduzieren und deshalb einen „Drift“ in die Dynamik der Staatsschulden einzubauen, d.h. Staatsschulden über die Zeit abzubauen, hin zum Punkt geringsten Risikos (ein Stand von Null oder sogar negativ). Das ist so bei Aiyagari, Marcet, Sargent & Seppälä (JPE, 2002), Adam (EER, 2011) oder Bhandari, Evans, Golosov & Sargent (2015).
- (4) Zusätzlich kann Zinsänderungsrisiko mit hohen Staatsschulden dazu führen, dass der Realwert der Schulden plötzlich den Realwert der möglichen diskontierten Steuereinnahmen überschreitet (Lafferkurve). Es kommt dann zum Staatsbankrott, ein ökonomisch sehr kostspieliges Ereignis.

Theorien optimaler Schuldenstände, die diese Aspekte außen vor lassen, wie z.B. Aiyagari und McGrattan (JME, 1998), sind m.E. deshalb nicht geeignet, wirklichkeitstaugliche quantitative Aussagen zu treffen.

Mit besten Grüßen,
KA (Klaus Adam)

Lieber Herr Homburg, liebe Kollegen,

es ist natürlich das Papier von 1998. Entschuldigen Sie den konsistenten Fehler. Bei Aiyagari/MacGratten findet das Crowding out nur deshalb statt, weil die Nachfrage nach Kapital seitens der Unternehmen zinselastisch ist.

Eine völlig zinsunelastisches Kapitalangebot, dass auf eine völlig zinsunelastische Kapitalnachfrage trifft, würde ich schon als Spezialfall ansehen.

Mein Verweis auf Aiyagari/MacGratten diene letztlich nur dazu eine wohldefinierte Kapitalangebotskurve zu haben, die weder bei der Zeitpräferenzrate von 0 auf $+\infty$ springt (full commitment, complete markets, steady state), noch gänzlich zinsunelastisch ist (OLG, zwei Perioden, log-utility).

Insofern wäre meine Vermutung, dass die meisten Modelle optimaler Staatsschulden dazu führen, dass, wenn die Nachfrage nach Funds seitens des Unternehmenssektors sinkt (wegen schärferer Borrowing Constraints), ohne dass der Nutzen von Staatsschulden abnimmt, der optimale Staatsschuldenstand steigt. Ähnliches sollte gelten, wenn das Angebot an Funds steigt (z.B. wegen schärferer Borrowing Constraints für Haushalte).

Beste Grüße

Christian Bayer

Lieber Herr Adam,
lieber Herr Bachmann,

durch Ihre Beiträge bekommt die Debatte neuen Schwung:
In dem von Herrn Bachmann genannten Papier (mit rein idiosynkratischem Risiko) ist die optimale Staatsschuld **negativ**.

Herr Adam hebt die Bedeutung **aggregierten** Risikos hervor, die für eine Begrenzung der Schuldenstandsquoten spricht, wie sie im Maastricht-Vertrag vorgesehen war.

Neben Technologieschocks sind vielleicht auch **politische Schocks** bedeutsam. Wenn wir in D Wahlergebnisse bekommen wie gestern in Österreich, steigt die Wahrscheinlichkeit, daß den schönen bail-out-Mechanismen (EFSF, ESM und vor allem EZB) der Stecker gezogen wird. Soros' Milliarden Gewinne aus der Investition in italienische Staatsanleihen wären dann dahin. Egal wie man normativ dazu steht, ist diese Möglichkeit sehr spannend.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Ja, aber das Papier sagt eben auch, dass die Schuldenreduktion zu diesem optimalen steady state oder auch zu einem anderen Niveau, fast immer wohlfahrtsmindernd ist, jedenfalls – zugegeben – im gewählten Modellrahmen. Mir ging es ja nur darum, den Aspekt von Pfadabhängigkeit in die Diskussion mit ein zu bringen, der mir bisher noch etwas unterbeleuchtet schien: das Papier zeigt eben, dass man diametral unterschiedliche Antworten bekommen kann, je nachdem ob man die Uebergangsanalyse mit ein bezieht oder nicht (unabhängig davon, ob man jetzt die genauen Zahlen oder den genauen Modellrahmen „kauft“).

RB Rüdiger Bachmann

Lieber Herr von Weizsäcker,

Sie schreiben, in der kurzen Frist sei Zentralbankpolitik wichtig, langfristig entstehe aber Inflation oder Deflation. Dieses traditionelle Argument, Wicksells kumulativer Prozeß, ist doch offensichtlich nicht auf unsere Situation anwendbar. Die EZB betreibt seit Ende 2008 eine superexpansive Politik. Inzwischen kauft sie monatlich für 80 Mrd. Euro. Inflation? Fehlanzeige. Mit den Standardmodellen kommt man nicht weiter.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg

Darf ich Ihnen hier entgegen halten, dass Sie mit diesem Argument das voraussetzen, was Sie beweisen wollen? Sie argumentieren: ich müsste mit diesem traditionellen Modell Unrecht haben, weil die gegenwärtige superexpansive EZB-Politik nach diesem Modell doch zu hoher Inflation hätte führen müssen. Da sie das nicht getan hat, muss das Modell falsch sein. Also ist die EZB-Politik falsch, weil sie auf einem falschen Modell beruht. Ihre Logik ist also: weil die EZB-Politik superexpansiv ist, ist ihr Modell falsch, daher macht sie eine falsche, weil superexpansive Politik.

Meine Logik ist anders: woran erkenne ich eine superexpansive Politik? Daran, dass sie zu Inflation führt. Da sie das bisher nicht getan hat, ist der Beweis nicht erbracht, dass sie superexpansiv ist – und dahinter steht für mich die realwirtschaftliche Hypothese der Sparschwemme. Aber gleich mehr in einer Antwort auf eine frühere Mail von Ihnen. Hier nur noch der Hinweis auf Schmiedings Einlassung in Sachen Geldmenge M3:

Gruß

CCvW

Lieber Stefan Homburg – den Sonntag habe ich jetzt mal mit einer Antwort ausgelassen, damit ich Ihre Wochenendruhe nicht durchkreuze. Die Modell-Überlegungen, die Sie und ich und Bayer und Bachmann und Adam und andere hier anstellen, sind notwendigerweise „unter-komplex“. Dies vorausgeschickt, erlauben Sie mir einige Überlegungen zu Ihrer Theorie der Kollateral-Constraints oder Kreditlimits. In Ihrer Mail vom Sonntagmorgen machen Sie – mir entgegenkommend – das Gedankenexperiment, dass die Kreditlimits erst durch den Ausbruch der Finanzkrise bindend wurden. Ich will Ihnen zugeben, dass sich dann vorübergehend eine Situation ergeben kann, in der ein Schattenpreis für Kredite entsteht, der nicht durch entsprechend höheren Ressourcenaufwand des Finanzsektors „an der Grenze“ kompensiert wurde. Aber das ist kein Dauerzustand. Dazu gleich mehr. Zugleich gilt aber in der Krise, dass die Ressourcen außerhalb des Finanzsektors stark unterausgelastet sind, da die Realgüterpreise aus Gründen, die wir heute in der Wissenschaft gut verstehen, nicht wie auf Börsen rasch herunter sausen, sondern sich in einem mehrjährigen Deflationsprozess unter großen Schmerzen für die Bevölkerung nach unten schleichen. In dieser Situation gibt es kein Crowding Out von Privatinvestitionen durch staatliche Schuldenaufnahme – wenn der Staat als Kreditnehmer von den Kollateral-Kreditlimits ausgenommen ist. Er ist dann der borrower of last resort, sofern sein Schuldenstand zuvor hinreichend niedrig war, sodass er nicht in Bonitätsprobleme kommt. Anders ausgedrückt: was wäre wohl mit der USA-Konjunktur und daher der Weltkonjunktur passiert, wenn der US-Fiskus auf den Konjunkturrückgang 2008/2009 mit Steuererhöhungen reagiert hätte, um das laufende Defizit angesichts verminderter Steuereinnahmen nicht zu erhöhen? Noch anders ausgedrückt: folgt aus Ihrer Theorie, dass es auch keinen automatischen Fiskalstabilisator gibt? Sollen nach Ihrer Theorie die Steuern immer (wie man traditionell sagen würde) prozyklisch angepasst werden? Steuern rauf, wenn die Konjunktur schlecht läuft? Steuern runter, wenn sie gut läuft?

Grundsätzlicher zu den Kollateral-Kreditlimits. Zuerst die Nachfrageseite. Natürlich gibt es Personen (inclusive juristische), die nicht so viel Kredit bekommen, wie sie haben wollen. Das führt dazu, dass einzelne Investitionen unterbleiben, die andernfalls durchgeführt worden wären. Wenn aber Person A den Kredit für den Hausbau heute nicht bekommt, dann wird das Haus für Person B bei gut ausgelasteter Bauwirtschaft schneller gebaut. Analoges gilt für das Innenausbaugewerbe, das Bauhandwerk überhaupt, insbesondere auch bei den Reparaturen. Und es gibt nun empirisch eine große Mehrheit von potentiellen Bau-Auftraggebern, die nicht unter Kreditlimits leiden. Sehen Sie sich zum Beispiel die deutschen Zahlen an: die ausstehenden Hypothekarkredite sind ein kleiner Bruchteil des Kollateralwerts der deutschen Immobilien. Die Mehrheit der Immobilien ist „schuldenfrei“. Die Kollateral-Kreditlimits sind damit ein Dämpfer für die Investitionen nur dann, wenn die Hersteller der Investitionsgüter nicht gut ausgelastet sind. Aber genau dann sind wir in der oben schon beschriebenen Situation, dass es kein Crowding Out durch staatliche Defizite gibt.

Nun können Sie argumentieren: die Bauwirtschaft ist kleiner, hat geringere Kapazitäten als wenn es diese Kreditlimits nicht gäbe. Dieser Effekt kann aber nicht so groß sein, um die Differenz zwischen WACC und r auch nur annähernd zu erklären. Sei q der Schattenpreis der Kreditlimits. Wenn der erheblich wäre, dann gäbe es eine Marktlücke für die Finanzwirtschaft. Sie würde Investitionschancen aufspüren, die durch ein hohes q entstehen und attraktiv wären für die große Anzahl von Vermögensbesitzern, die keine Kreditlimits spüren. Und in der Realwirtschaft gibt es natürlich tausende Möglichkeiten, um solchen Kreditlimits zu entgehen – sofern nur genug anlagensuchendes Vermögen vorhanden ist. Miete statt kaufen, Leasen statt kaufen, Pachten statt kaufen sind bekannte Formen, um zur Nutzung von Gütern zu kommen, deren Kauf ein Kreditlimit

entgegen steht. Hereinnahme von Eigenkapital-Investoren in den eigenen Betrieb ist eine andere Form. Zur Funktion eines heute oft anzutreffenden Generalunternehmers bei größeren Bauprojekten gehört es, für eine günstige Finanzierung während der Bauphase zu sorgen. Wer bei den Banken als tüchtiger Generalunternehmer bekannt ist, bekommt ganz andere Kreditlimits als andere. Und so weiter und so weiter.

Anders gesagt: ich wohne in einem schönen Haus schuldenfrei. Käme eine Bank zu mir und böte mir 5 % Provision pro Jahr, wenn ich mein Haus als Sicherheit für einen - geeignet ausgewählten - Schuldner der Bank zur Verfügung stellte, dann würde ich zuschlagen. Aber es kommt niemand. Der geeignet ausgewählte Schuldner kann sich anderweitig billiger finanzieren. Also ist q klein.

Im Übrigen ist das Kreditgeschäft ja nicht durch strikte Kollateral-Kreditlimits erschöpfend charakterisiert. Es ist ja eine ganz alte, aber auch heute gängige Praxis, dass Banken und z.T. auch Versicherungen Aufträge der gewerblichen Wirtschaft in der einen oder anderen Form vorfinanzieren. Früher war das die Diskontierung von Handels-Wechseln. Heute gibt es überall Kredite, bei denen zu erwartende Kundenzahlungen aus festen Aufträgen als hochprozentig (80 % und mehr) beliehene Sicherheiten dienen. Es gibt das Aval. Es gibt den Kontokorrentkredit und so weiter. All diese Finanzierungsmöglichkeiten von betrieblichem Working Capital atmen in starkem Maße mit der allgemeinen Auftragslage in der gewerblichen Wirtschaft. Steigen die Aufträge, steigt das Kreditvolumen, das deren Abarbeitung vorfinanziert. Und das, (bei hoher Bonität des Staatsschuldners), auch gerade dann, wenn die Gesamtnachfrage wegen zusätzlicher Staatsausgaben oder verminderter Steuersätze steigt. Die Banken verdienen an der Finanzierung des Umlaufvermögens (Working Capital) und kaufen schlecht rentierliche Bundesanleihen vor allem dann, wenn sie nicht genügend Kreditgeschäft machen können. Beachten Sie dabei, dass die Bereitschaft, feste Aufträge vorzufinanzieren auch bei sehr hohen Kreditquoten vorhanden ist, sodass der durchschnittliche Kreditlimit als Prozentsatz des Kollateralwerts schon deshalb mit der Konjunktur atmet.

Kurzum: der Schattenpreis der Kreditlimits kann in normalen Zeiten nicht sehr hoch sein – und er kann daher auch nicht die hohe Differenz WACC-r erklären.

Nun nochmal zur Angebotsseite des Finanzsektors: ich hatte ja argumentiert, dass diese Kreditlimit-Quoten nicht vom Himmel fallen. Sie sind im Gleichgewicht dadurch charakterisiert, dass der Grenzaufwand einer Erweiterung der Kreditlimits gleich der Zinsmarge ist, die die Bank erhält. Da dieser Grenzaufwand bei der Vorfinanzierung von Aufträgen vergleichsweise gering ist, ist die Vorfinanzierungslimite des Auftragsbestands vergleichsweise hoch. Wie ich früher schrieb, gilt entsprechendes für die Risikoprämie, die in WACC-r drin steckt. Für den Finanzsektor gilt das gleiche wie für alle anderen Branchen: Die Preise liegen über den Grenzkosten, jedoch gilt im Gleichgewicht, dass der Vertriebsaufwand, den man hat, um den Umsatz um einen Euro zu steigern, gerade € $(p - GK)/p$ ist - und somit „an der Grenze“ die Marge gerade wieder auffrisst. Geld verdient man nur beim infra-marginalen Absatz. Und das gilt für den Finanzsektor bei entsprechender Verrechnung der Risikoaversion genauso. Sofern aber dieser marginale Aufwand zur Geschäftsexpansion, wie ich früher argumentiert habe, aus volkswirtschaftlichen Kosten besteht, bleibt es bei $dF/dK = r$.

Ich finde es grundsätzlich nützlich, wenn man die volkswirtschaftliche Analyse – sei es Mikroökonomie, sei es Makroökonomie – mit einem Denkschema (Modell?) betreibt, in dem das fast universelle Faktum $p > GK$ ernst genommen wird. Daraus folgt dann für die Gleichgewichtsanalyse, dass es Vertriebsaufwand gibt, der an der Grenze $p-GK$ gerade kompensiert. Das gilt eben nicht nur für Manufacturing und Services, sondern gerade auch für den Finanzsektor. Wohlfahrtsökonomisch höchst interessant (oder auch brisant) ist die Frage, ob und in welchem Maße dieser Vertriebsaufwand volkswirtschaftlich sinnvoll ist oder nicht. Im Zusammenhang mit dieser Frage noch mal der Hinweis auf Admati-Hellwig und, wie ich dieser Tage lese, John Kay, *Other People's Money*.

Noch eine Bemerkung zur aktuellen Euro-Situation. Italien ist in einer schwierigen Situation. Der Automobilbau ist weitgehend ausgewandert. Das ist sicher selbst-verschuldet. Dass nunmehr der Bankensektor wieder wackelt, weil die Schuldner ihre Kredite nicht pünktlich bezahlen, mag Folge dieser allgemein miesen Situation sein. Sicher muss man dem italienischen Fiskus empfehlen, mit dem Schuldenmachen sehr vorsichtig zu sein. Sicher sollte man sich in Deutschland dagegen stemmen, die Staatsschulden zu vergemeinschaften. Aber es liegt schon zur Stabilisierung der deutschen Exporte viel daran, dass der Euro als vergleichsweise schwache Währung weiter funktioniert. Aber dafür ist die Sparpolitik Berlins nicht der beste Weg – weder ökonomisch, noch politisch. Ökonomisch nicht, weil die Alternative dazu doch die Stützung der anderen Euro-Mitglieder auf Kosten des deutschen Steuerzahlers wäre - und weil bei den heutigen Zinsen vermehrte staatliche Investitionen in Straßen, Bahn und Bildung ohne Steuererhöhungen eine gute Zukunftsvorsorge wäre, inclusive durch die dadurch ermutigte Zuwanderung von arbeitswilligen und -fähigen Personen und ihres Nachwuchses. Politisch nicht, weil man sich mit dem Deficit Spending Goodwill in den Nachbarländern schafft, die gerne mehr nach Deutschland exportieren würden – und vor allem, weil man mit diesen riesigen Exportüberschüssen dem Protektionismus allerorten Vorschub leistet. Wir sind mit diesen Exportüberschüssen SEHR verletzlich, was die Handelspolitik betrifft. Aber wir brauchen sie, weil in Deutschland strukturell privat wesentlich mehr gespart als investiert wird.

Beste Grüße

CCvW

26.4.

Lieber Herr von Weizsäcker,

wir liegen hier sehr weit auseinander, weil Sie praktisch die gesamte Literatur seit Hellwig (1981) und Stiglitz-Weiss (1981) negieren. Statt einer Entgegnung übersende ich ein OpEd von Geanakoplos aus *Nature*. Der Autor war in den 80ern Pionier der OLG-Literatur und ist später zur Wallstreet abgewandert, wo er einen Hedgefonds mitgründete. Sein Aufsatz drückt sehr gut das aus, was ich sagen will.

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg – ich glaube nicht, dass ich Hellwig und Stiglitz-Weiss ignoriere. (Ich habe nicht den Eindruck, dass Sie Hellwig oder Stiglitz, die ja heute aktiv sind, schon von Ihrer Theorie überzeugt haben). Natürlich spielen Sicherheiten eine Rolle – und natürlich gibt es den Leverage –Zyklus. Auf diesen Erkenntnissen bauen ja Admati-Hellwig mit ihren Vorschlägen auf. Aber ich sehe bei Ihrer Theorie die Gefahr, dass Sie das Kind mit dem Bade ausschütten. Für mich waren in meiner Analyse die beiden entscheidenden Punkte, dass ich Ihnen nicht folge, 1. wenn Sie auch für heute im Euro-Raum behaupten, dass deutsche oder österreichische oder niederländische Staatsschulden Eins- zu Eins private Investitionen verdrängen und 2. wenn Sie behaupten, dass die volkswirtschaftliche Grenzproduktivität des Kapitals besser durch WACC als durch r gemessen wird. Meine Position, dass mehr deutsche Staatsverschuldung gut für Deutschland und für den Euro-Raum wäre, ist nicht inkompatibel mit dem Anerkenntnis, dass es Leverage Cycles und potentielle Schuldner gibt, die mangels hinreichender Sicherheiten nicht so viel investieren können, wie sie es gerne möchten.

Das genaue Gegenteil ist richtig: genau, weil es in Krisenzeiten diesen Zusammenbruch der Kreditvergabe gibt, benötigt man sowohl einen lender of last resort, die Zentralbank, und einen borrower of last resort, den Fiskus, der keine Pfänder zur Verfügung stellen muss. Und genau, weil es im Zeitverlauf variierende Beleihbarkeiten von Assets gibt, muss man zwar – wie Sie es tun – die Kreditschranken in das Modell integrieren, zugleich aber auch besser verstehen, welches die Faktoren sind, die die Kreditschranken verschieben. Und da ist der Gedanke ganz entscheidend, dass gemäß jahrtausendealter Erfahrung der Unternehmer leichter Kredit bekommt, der angesichts seines Auftragsbuchs steigende Nachfrage nach seinem Produkt nachweisen kann – und dass daher die Gesamtnachfrage (im Keynes´schen Sinne) die Kreditvergabe induziert – und nicht nur umgekehrt, die Kreditvergabe die Gesamtnachfrage induziert. Man kann den Leverage-Cycle gerade dann besser verstehen, wenn man die positive Rückkopplung zwischen Kreditvergabe und Gesamtnachfrage mit einbezieht.

Ich will nicht polemisch sein. Wäre ich das, dann hätte ich Ihre Mail so beantwortet: „Vielleicht haben Sie einen wichtigen Teil der Literatur seit 1936 ignoriert“. Aber das stimmt natürlich nicht. Immerhin finde ich, dass bei Ihnen das Thema „Gesamtnachfrage“ etwas untergewichtet ist. – Und die Kosten, die bei der Administration von Vermögen entstehen, das nicht in Bundesanleihen angelegt ist, diese Kosten kommen bei Ihnen gar nicht vor. Und dann nochmal die Frage wiederholt: folgt aus Ihrer Theorie, dass die Vorstellung vom automatischen fiskalischen Stabilisator falsch ist, dass man also in schlechten Konjunkturzeiten die Steuern erhöhen und in guten Konjunkturzeiten die Steuern senken sollte? Ich frage das, weil ich diese Schlussfolgerung aus Ihrer Theorie ziehe, wenn ich sie wörtlich nehme. Aber vielleicht habe ich da etwas falsch verstanden.

Beste Grüße

CCvW

Liebe Kollegen

Zunächst bin ich überrascht, wie unkritisch die aktuelle finanzpolitische Situation Deutschlands gesehen wird. Auf Basis der Angaben des Finanzministeriums sind die kassenmäßigen Steuereinnahmen in

den 4 Jahren zwischen 2010 und 2014 um nahezu 5% p.a. gestiegen - bei einer Inflationsrate von angeblich unter 1 % p.a. und einem Wirtschaftswachstum von unter 2 % p.a.. Besonders auffällig ist der Anstieg bei der Lohn- und veranlagten Einkommenssteuer (>7 % p.a.; letztlich der Grund, warum SPD und Grüne mit ihrer Steuererhöhungs-Rhetorik im letzten Wahlkampf gescheitert sind - die Menschen merken sehr wohl, dass der Staat "nur ihr Bestes will").

Die aktuell gute öffentliche Haushaltslage in Deutschland ist also nicht primär einer Spar- und Austeritätspolitik zu verdanken, sondern dem zuletzt besonders kräftigen Zugriff des Staates in das Portemonnaie seiner Bürger. Dabei sind so Kleinigkeiten wie etwa die steigenden Umlagen auf Elektrizität oder die neue Rundfunksteuer nicht einmal mitberechnet.

Vor diesem Hintergrund würden erneut steigende Staatsdefizite insbesondere bei den Leistungsträgern des Mittelstands (für die sich kreative Steuerkonstrukte nicht rentieren) die Sorge vor einer weiter fortschreitenden finanziellen Repression in der Zukunft wecken und sie dazu verleiten, den Glauben an die Sinnhaftigkeit von realwirtschaftlicher Eigeninitiative und dem Eingehen finanzieller Risiken zu verlieren. Auch die um ihre Altersversorgung besorgten Menschen sind übrigens einer verstärkten Repression ausgesetzt bzw. scheinen damit rechnen zu müssen, später geschröpft zu werden, wenn sie sich nicht mehr wehren können, und zwar nicht nur durch negative Realzinsen, sondern auch durch die aktuell schrittweise Einbeziehung ihrer Renten in die Einkommenssteuer.

Die Menschen sehen zwar, dass ihre Verkehrswege, Schulen, Universitäten und Krankenhäuser oft in einem bemitleidenswerten Zustand sind, und würden sich mehr öffentliche Ausgaben in diesen Bereichen wünschen, wenn die Gelder denn effizient eingesetzt würden. Doch können sie nicht mehr daran glauben, dass der Staat entsprechenden Prioritäten umsetzen kann. Die aktuelle deutsche Bundesregierung hat bereits mit der Mütterrente und der Rente mit 63 Jahren den Finanzierungsspielraum konsumptiv ausgeschöpft, und die von Frau Nahles losgetretene Rentendiskussion lässt nicht darauf schließen, dass sich das in der Zukunft ändern wird. Übrigens finde ich es schon recht merkwürdig, dass den politischen Entscheidungsträgern und den anderen Meinungsführern die politische Erfolglosigkeit dieser Initiativen (sofern man den aktuellen Umfragen Glauben schenken darf) nicht aufzufallen scheint. Und anderswo in Europa, wo die Schuldenbremse das lustige staatliche Geldausgeben noch nicht beeinträchtigt, liegen staatliche Infrastrukturen ebenfalls nicht im Fokus, und mit der politischen Akzeptanz der Regierungsparteien scheint es noch schlechter bestellt.

Mit freundlichem Gruß Georg Erdmann

Herr Erdmann - etwa die Hälfte, wenn nicht mehr der Adressaten dieses E-Mail-Kreises denken ähnlich wie Sie. Nicht alle melden sich hier regelmäßig zu Wort. Am aktivsten auf "Ihrer" Seite ist Stefan Homburg; am aktivsten auf "meiner" Seite bin ich selbst. Ich bin froh über kritische Äußerungen, wie die Ihre. Es geht in der Ökonomie ja auch gerade darum, dass man versteht, dass das System auch durch die Meinungen der Bürger mit beeinflusst wird.

Sie übernehmen die Sprechweise von der Financial Repression. Damit befinden Sie sich in Deutschland unter den gebildeten Schichten wahrscheinlich in der Mehrheit. Aber für diese Mehrheit (inklusive die von Ihnen genannten Mittelständler) ist diese Sprechweise ja abgeleitet aus der auch von Schäuble neuerdings vertretenen Anschauung, dass der "normale" Zins abgeleitet werden kann aus der Erfahrung der Vergangenheit. Das ist ja ein ganz alter Topos, wenn Bagehot schreibt: "John Bull can stand many things -but he cannot stand 2 percent" (weil sich John Bull daran gewöhnt hatte, dass die britischen Staatsanleihen 3 % brachten). Keynes hatte ja aus dieser Erwartungsträgheit seine Theorie der Spekulationskasse abgeleitet. Heute nun muss die EZB mit ihrem QE ebenfalls dagegen ankämpfen, dass es diese Erwartung eines höheren "normalen" Zinses gibt als der gegenwärtige. Draghi hat hier von Keynes gelernt. Und während vorübergehende Nullzinsen am kurzen Ende kein Problem für die Zukunftsvorsorge darstellen, sind dauerhaft niedrige Zinsen sehr wohl eines. Und so entsteht großer Support für das, was ich die Ideologie der Financial Repression nenne. Die Gewerkschaften haben mit ihrer Forderung nach dem Mindestlohn große Unterstützung bei den Bürgern. Dennoch ist die Mehrheit der fachkundigen Ökonomen in Deutschland gegen diesen gesetzlichen Mindestlohn. Wer hat recht: die Befürworter oder die Gegner des Mindestlohns? Die gegenwärtige laufende Rhetorik gegen die Niedrigzinsen der EZB könnte man als eine Art Schlachtruf nach einem "Mindestzins" verstehen.

Ich bin gegen Mindestlohn und gegen Mindestzins. Die Marktgesetze sollen sich auf den Arbeitsmärkten und den Kapitalmärkten durchsetzen. Beide, zu hohe Löhne und zu hohe Zinsen können die Prosperität beenden.

Die Frage, welcher Zentralbankzins der richtige ist, wird heute auch in unserem Kreis unterschiedlich beantwortet. Ich selbst bin der Meinung, dass ein Zentralbankzins von Null für den Euro-Raum auf lange Zeit erforderlich ist, wenn man bei der Staatsverschuldung so zurückhaltend ist wie derzeit. Ich verstehe ihre Argumentation so, dass Sie sagen: eine erhöhte Staatsverschuldung würde von den mittelständischen Investoren als Schwächezeichen der deutschen Volkswirtschaft interpretiert - und deshalb würde man sich zusätzlich beim Investieren in Deutschland zurück halten. Mit dieser Beobachtung mögen Sie vielleicht sogar recht haben, da, wie gesagt, die Auffassungen über Segen und Schaden von Staatsschulden mehrheitlich ganz andere sind als meine Auffassung. Jedoch gilt Ihre Hypothese "ceteris paribus". Wenn der Verzicht auf deutsche Nettoneuverschuldung zum Beispiel auf eine Perpetuierung der hohen Leitungsbilanzüberschüsse hinaus läuft, dann mag dieser Verzicht auf eine Stärkung der protektionistischen Kräfte in der Welt hinauslaufen. Aber ein verstärkter weltweiter Protektionismus ist eine weit größere Bremse der Investitionen in Deutschland als der von Ihnen genannte Effekt. Denken Sie bei dieser Gelegenheit nur an die aktuellen Verhandlungen über TTIP. Wir sind in Deutschland weitaus stärker betroffen, wenn TTIP scheitert als es die USA sind und auch als es z.B. Frankreich ist. Oder anders ausgedrückt: was machen wir in Deutschland mit unserer Prosperität, wenn uns die globale Handelsdiplomatie zu einer ausgeglichenen Leistungsbilanz zwingt?

Aber man kann darüber lang diskutieren. Mittelfristig bin ich sicher, dass ich mich mit meiner Auffassung durchsetze. Denn in einem Punkt "fühle" ich wie die Mehrheit: was machen wir mit der bevorstehenden "Digitalisierung?" Viele Leute haben Angst, dass sie ihre Arbeitsplätze kostet. Als Ökonom begrüße ich den Wohlstandsgewinn und werde mich dafür einsetzen, dass man die darin bestehenden Wachstumschancen wahrnimmt. Aber in einem Punkt muss man der Angst vor "zu wenig Arbeit" recht geben: die von mir schon für heute diagnostizierte "Sparschwemme" wird sich verstärken. Wenn durch den Wohlstandsgewinn der Anteil der Berufsarbeit an der Lebenszeit weiter zurückgeht und wenn durch die zu erwartende Abflachung von Hierarchien der Vorteil des Alters in der Berufswelt weiter zurück geht, wird der Druck immer größer werden, das Geldverdienen durch Arbeiten zeitlich vorzuziehen. Gemäß den Präferenzen der Leute werden sie auch bei einer fairen Rentenformel (nach dem Vorbild der privaten Lebensversicherung) die Tendenz haben, den

zeitlichen Schwerpunkt des Arbeitens relativ zum zeitlichen Schwerpunkt des Konsumierens weiter nach vorne zu ziehen. Das aber bedeutet: noch mehr Sparen aus Vorsorgegründen. Zugleich wird die Digitalisierung die "Produktionsumwege" eher verkürzen als verlängern. Die Digitalisierung bedeutet ja insbesondere auch eine weitere Herabsetzung der Transaktionskosten. Das aber macht es immer leichter, Kapitalgüter im Verfahren des "Sharing" intensiver zu nutzen. Gibt es eines Tages PKWs, die ohne menschlichen Chauffeur fahren, dann schaffen die Leute ihre eigenen Autos ab und lassen jeweils eines kommen, in das sie sich dann reinsetzen. Man spart den Parkplatz oder die Garage und ist das leidige Parkplatzproblem in der Innenstadt weitgehend los. Insgesamt werden die PKWs dann viel intensiver genutzt - und ihre Anzahl sinkt entsprechend. Die Kapitalbindung für die Dienstleistung "Transport" nimmt entsprechend ab. Wenn analoge Entwicklungen auch beim Wohnen stattfinden oder bei Büroplätzen, dann sinkt auch der Immobilienbedarf gemessen an der Kapitalbindung relativ zu der Dienstleistung "Immobilienutzung".

Der Gap zwischen Z ("Warteperiode" oder "Sparperiode") und T ("Produktionsperiode") wird also weiter steigen. Die Hoffnung, die Rentenprobleme dadurch zu lösen, dass die Menschen länger für Geld arbeiten, teile ich nicht. Auch wenn man das Rentensystem so ändert, dass es die heute noch vorhandene Begünstigung früheren Renteneintritts nicht mehr hätte, wird man beobachten, dass die durchschnittliche Rentenbezugsdauer weiter steigen wird.

Sie sehen an dieser "Intuition" meinerseits, weshalb ich gern auf den alten Böhm-Bawerk-Begriff der Produktionsperiode zurückgreife. Denn so kann ich die Kapitalnachfrage (T) und den demographisch bestimmten Vermögenswunsch (Z) vergleichbar machen. Ich denke, das Arbeiten mit der heute üblichen makro-ökonomischen Solow-Produktionsfunktion $F(L,K)$, so bequem es für die Modellarbeit sein mag, versperrt einem den Weg zu dieser Intuition. Harrod war klug, als er bei seiner Definition des neutralen technischen Fortschritts auf die Böhm-Bawerksche Produktionsperiode zurück griff. Ich prognostiziere also einen kapitalsparenden Bias im technischen Fortschritt.

Beste Grüße
CCvW

Chapeau lieber Herr von Weizsäcker wie Sie mit Ihrer Antwort auf Herrn Erdmann die höchst relevante, freilich in Teilen ins Esoterische abdriftende Diskussion der letzten Tage "geerdet" haben. Sie haben sehr deutlich gezeigt, dass die VWL trotz aller theoretischen Fortschritte im Kern immer noch die - und das meine ich ernst - im Kern die alte "politische Ökonomie" geblieben ist. Und das war gut so.

Danke dafür sagt
Bert Rürup

27.4.

Liebe Teilnehmer an dieser Makro-Diskussionsrunde

Mit seinem Einverständnis habe ich Dr. Dietrich Gottwald in diese Runde mit aufgenommen. Dietrich Gottwald ist promovierter Volkswirt; sein Doktorvater war Hans Karl Schneider, der ja vor Jahren in der makroökonomischen Debatte als Mitglied und zeitweise auch Vorsitzender des Sachverständigenrats eine große Rolle gespielt hat. Gottwald ist dann später ins Geschäftsleben gegangen und ist heute als Unternehmer und Berater ein führender Experte auf dem rasch wachsenden Gebiet von FinTech. Ich denke, die Makroökonomie wird sich mit den hier demnächst zu erwartenden Innovationen in der Finanzwirtschaft intensiv beschäftigen müssen. Die alte Frage: „was ist Geld“ wird in Zukunft völlig neu beantwortet werden müssen. Vgl. hierzu Bill Gates: "Banking is necessary; banks are not"

Beste Grüße

CCvW

Lieber Herr von Weizsäcker,

auch wenn wir unterschiedlicher Meinung sind, ist es immer wieder eine Freude, mit Ihnen zu diskutieren. Wie Sie wissen, teile ich Ihre These von der Ersparnisschwemme nicht. Aber ich kann mich irren und Sie können Recht haben. Wir können es uns leisten, unterschiedlicher Meinung zu sein und diese im Austausch der Argumente zu testen (und natürlich meist zu festigen).

Wären wir jedoch im EZB-Rat, müssten wir eine auf unserer Meinung beruhende Entscheidung treffen. Würden wir die falsche Entscheidung treffen, hätte dies weitreichende Konsequenzen, da in unserem Kreditgeldsystem die Zentralbank einen wesentlichen Einfluss auf die Zinsen am Kapitalmarkt ausübt (darüber hatten wir schon diskutiert und ich erinnere mich, dass wir da nicht weit auseinander lagen).

Das Problem ist nun aus meiner Sicht nicht, dass man über die diskutierte Frage unterschiedlicher Meinung sein kann, sondern dass die Politik über eine a priori nicht zu entscheidende Frage ein schwerwiegendes Urteil fällen muss. Diese Notwendigkeit ist nicht zwingend, sondern ergibt sich dadurch, dass in unserem System das Geld über Kreditvergabe geschaffen wird und die Zentralbank über die Beeinflussung der Kreditzinsen die Kreditnachfrage und die Geldschaffung regelt. Wie alle Zentralplanung ist auch die zentral geplante Geldwirtschaft sehr anfällig für Fehler (und daher höchst fragil).

In einer robusten Geldordnung wären Geldschaffung und Kreditvergabe getrennt. Dann würde sich am Kreditmarkt ein Zins ergeben, der sich aus Angebot und Nachfrage nach Sparkapital bildet (und wir würden sehen, ob es eine Sparschwemme gibt oder nicht). So aber beeinflusst die Zentralbank den Zins gemäß ihrem Weltbild und dem Akteur auf dem Kapitalmarkt erscheint die Welt als Wille und Vorstellung der EZB.

Mit besten Grüßen, Thomas Mayer

Lieber Herr Mayer - ich bin nicht hinreichend vertraut mit den Überlegungen zum 100%-Geld und der Trennung von Geldschöpfung und Kreditschöpfung. Ich muss da wohl Nachhilfe-Unterricht nehmen. Mein Bekannter, Dr. Herbert Woopen, macht mich heute nochmal aufmerksam auf ein Paper aus dem Stab des IMF aus dem Jahr 2012, in dem davon ausführlich abgehandelt wird. Ohne eingearbeitet zu sein: gibt es denn in Ihrem Plan (oder dem Chicago-Plan aus den dreißiger Jahren) einen Lender of last resort? Und wie sieht es aus mit dem (nach meiner Auffassung quantitativ äußerst wichtigen) automatischen Stabilisator, den der Fiskus bildet, wenn seine Ausgaben konjunktur-invariant weiter laufen, während seine Einnahmen stark konjunktur-sensitiv schwanken? Oder sind derartige Fragen zu altbacken, die nur zeigen, dass der Frager hinter dem Mond lebt? Ich denke an die Analogie des Fahrradfahrens (vielleicht hat ein Ökonom die schon mal gebracht?). Stoppt man, kann man das Gleichgewicht nicht halten. Fährt man mit einer bestimmten Mindestgeschwindigkeit, kann man das Gleichgewicht halten. Wenn man also zwei beeinflussbare Parameter (Vorwärtsgeschwindigkeit und Rechts-Links-Lage) koppelt, kann man, ohne irgendetwas von Physik zu verstehen, erfolgreich im Sattel bleiben und vorwärts kommen. Ist die Koppelung von Geldschöpfung und Kreditschöpfung vielleicht so etwas ähnliches? Oder ist dieser Gedanke völlig abwegig? Verstehen wir Ökonomen genug von den Grundlagen der Kybernetik, um uns zuzutrauen, fundamentale institutionelle Reformen vorzuschlagen?

Herzliche Grüße

CCvW

28.4.

Lieber Herr von Weizsäcker,

das Papier von Kumhoff et al. erregte einiges Aufsehen, nicht nur wegen seines Inhalts, sondern auch, weil es von Olivier Blanchard freigegeben worden war.

Schon vor der Großen Depression hatte von Mises auf der Grundlage der Zinstheorie von Wicksell und der Kapitaltheorie von Böhm-Bawerk auf die Krisenanfälligkeit des Kreditgeldsystems hingewiesen. Chicagoer Ökonomen um Frank Knight und Irving Fisher haben dann Anfang der 1930er Jahre die Abschaffung dieses Systems und die Einführung von „100% Money“ vorgeschlagen. Bekanntlich hat sich Roosevelt auf Druck der Bankenlobby gegen diesen Plan entschieden und den Bankern dafür Glass-Steagall beschert.

Die „Austrians“ und die Chicago-Schule sind sich einig in der Abschaffung der "privaten-öffentlichen Partnerschaft der Geldproduktion" im Kreditgeldsystem. Allerdings will die Chicago-Schule dann die Geldproduktion verstaatlichen (siehe z.B. die laufende Vollgeld-Initiative in der Schweiz), während die „Austrians“ sie privatisieren wollen (siehe die gegenwärtigen libertären Experimente mit Blockchain-basierten Kryptowährungen).

Zu Ihren Fragen: (1) Ein „lender-of-last-resort“ ist bei "100% Money" nicht nötig. Banken sind reine Intermediäre, wie heute Investmentfonds. (2) Ich bin sehr für automatisierte Stabilisatoren (wie sie bei stetiger Entwicklung der Geldmenge oder der Staatsausgaben auftreten). Aber ich halte nichts von anti-zyklischer Konjunkturpolitik, da dieser die prognostische Grundlage fehlt. In drei Jahrzehnten Arbeit mit Prognosen habe ich gelernt, dass diese zur Prognose der Konjunktur nichts taugen.

Mit besten Grüßen, Thomas Mayer

P.S.: Otmar Issing hat Helikoptergeld die Bankrotterklärung unseres Geldsystems genannt. Ich stimme ihm zu. Aber manchmal ist die Bankrotterklärung besser als die Konkursverschleppung. Wie Helikoptergeld den Systemwechsel einleiten könnte, aber sehr wahrscheinlich nicht wird, habe ich in beiliegendem Papier erklärt.

Lieber Herr von Weizsäcker,

ich bin nicht festgelegt, ob 100%-Geld privat geschaffen werden sollte (Thomas Mayer) oder staatlich (Irving Fisher und Milton Friedman), stimme Thomas Mayer aber ansonsten in allen Punkten zu.

Was Wünschbarkeit von Fiskalpolitik angeht, glaube ich, daß dies nicht eine primär theoretische Frage ist, sondern eine eher praktische. Die beigefügte "Hochmoselbrücke" zeigt, worum es geht: Die Brücke wurde in den 1960er Jahren geplant und Jahrzehnte später als unwirtschaftlich verworfen. 2009 wurde sie in das "Konjunkturpaket" aufgenommen, 2011 begannen die Erdarbeiten, derzeit wird noch gebaut. Die Rezession, die damit bekämpft werden sollte, begann April 2008 und endete März 2009.

Dies hat Methode: Wenn der Staat eine Rezession mit rasch wirkenden Maßnahmen bekämpfen will, greift er notwendig zu ineffizienten abgelehnten Projekten, weil neue Projekte erst noch geplant werden müßten, was Jahre dauert.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Eine ganz dumme Frage: was machen die Leute (Banken? Andere?) im 100%-Geldsystem, wenn sie partout keine Kredite vergeben wollen, weil sie den potentiellen Schuldnern die Rückzahlung nicht zutrauen? Stecken sie das Geld unters Kopfkissen? Ich verstehe nicht ganz, wie man ohne lender of last resort auskommen soll.

CCvW

Lieber Herr Homburg. Natürlich, alle die japanischen Brücken, die zu nichts gut sind, weil es dort keinen Verkehr gibt. Aber zurück zu meiner Frage: ist der Fiskus in Ihrem Modell ein automatischer Stabilisator, also ohne jede aktive Konjunkturpolitik? So wie ich Ihr Modell lese, ist er das nicht; aber vielleicht habe ich da etwas missverstanden.

Was aktive fiskalische Konjunkturpolitik betrifft, kann man ja den Mehrwertsteuersatz nehmen und nicht langwierige Brückenbauprojekte. Diese sollen nach der üblichen Kosten-Nutzen-Analyse gemacht werden, wobei hier dann der herrschende Zinssatz eine entscheidende Rolle spielen mag. Hier in Bonn, wo ich wohne, gibt es ständig Verkehrsinfarkte, weil trotz eines Bevölkerungswachstums der Region um 20 % seit 1990 nichts zur Erweiterung der Infrastruktur gemacht wurde, und das bei einem Zinssatz von Null. Man nimmt die Wohlfahrtsverluste (und letztlich die Mineralöl-Steuer-Verluste) der Staus in Kauf, nur um die Schuldenbremse einzuhalten.

Und schließlich: was halten Sie von meiner Beobachtung, dass es zwischen Kreditvolumen und Gesamtnachfrage eine wechselseitige positive Rückkopplung gibt? Passt die seit Jahrtausenden geübte Praxis, aus festen Aufträgen zu erwartende Umsätze auf dem Wege der Forderungsabtretung vorzufinanzieren, in Ihr Modell?

Gruß

CCvW

Das (private oder öffentlich geschaffene) Geld liegt bei den Banken (wie Gold oder Papiergeld im Tresor). Bei der Kreditvergabe wird das Geld vom Girokonto des Kreditgebers auf das des Kreditnehmers umgebucht. Die Umbuchung wird mit den entsprechenden Konditionen (Zins / Laufzeit) vertraglich festgehalten. Der Kreditnehmer bekommt einen Kreditvertrag, der Kreditgeber einen Sparvertrag. Nach Ablauf des Vertrags wird das Geld plus Zinsen vom Girokonto des Kreditnehmers auf das des -gebers zurückgebucht. Geldschaffung und Kreditvergabe haben also nichts miteinander zu tun. Der Zins ist die Leihgebühr für Geld, die sich aus der Zeitpräferenz der Sparer und der Ertragsrate von Investitionen ergibt.

Wird kein Kredit nachgefragt, weil die Ertragsrate null ist, bleibt das Geld liegen wo es ist. Sparen kann also die Formen der Geldhortung oder der über Vermittler (Banken) laufenden Geldanlage annehmen. Der vom Kreditnehmer gebotene Kreditzins muss größer null sein (da ansonsten die Geldhortung ins Spiel kommt). Wird aber mehr Geld gespart als Investitionszwecke nachgefragt wird, kann der Zins sehr nahe an Null kommen (bis die Hortung greift). Wer Risiko scheut, bleibt bei der Geldhortung, wer Ertrag will, muss Kreditausfallrisiko tragen. Ein LoIR ist nicht erforderlich, da die Banken nur Geld aufbewahren, vermitteln und den Zahlungsverkehr abwickeln.

(Eigentlich entspricht dieses System der in vielen Lehrbüchern für Studienanfänger beschriebenen Tätigkeit der Banken, die der gegenwärtigen Wirklichkeit natürlich nicht entspricht.)

29.4.

Lieber Herr Mayer,

bemerkenswert an diesem Vorschlag ist, dass er komplett die Fristentransformation ausschaltet. 30-jährige Investitionsprojekte müssen also durch 30-jährige Sparverträge finanziert werden.

Wenn die von Ihnen beschriebenen Sparverträge dann nicht wirklich liquide handelbar sind, dann müsste das von Ihnen beschriebene Setup doch zu großen Effizienzverlusten führen? Jedenfalls würde jedes Modell in dem Sparer vor der 30-Jahresfrist aussteigen möchten so etwas implizieren (z.B. OLG Modelle), denn dann könnten diese Projekte nicht realisiert werden.

Vermutlich müssen also die Sparverträge, z.B. über Securitisierungen o.ä., handelbar und damit liquide gemacht werden? Und wenn ja, wer darf dann wie darin investieren? Wären die Investoren, die diese Papiere kaufen, dann nicht doch wieder bankenartig? Und würden die Kreditvergeber nicht darauf vertrauen, dass diese Investoren ihnen ihre besicherten Wertpapiere abkaufen? Und müssten wir diese bankenartigen Investoren dann nicht doch wieder vor dem Ausfall bewahren?

Meine Frage bezieht sich letztlich auf die Tatsache, dass Fristentransformation im Bankensektor nicht nur dazu dient die Menge an liquiden Mitteln zu erhöhen, das könnte man genauso gut und vermutlich billiger über (Zentralbank-)Geldschöpfung erreichen. Es geht auch darum in einer Welt, in der die Anleger nicht so lange investieren möchten, illiquide Investitionsprojekte zu realisieren.

Mit freundlichen Grüßen,

Klaus Adam

Lieber Herr Adam,

in meiner Antwort auf Herrn von Weizsäcker habe ich die Kreditvergabe im 100% Money Regime nur in Umrissen kurz skizziert. Natürlich habe ich überhaupt nichts gegen Fristentransformation. Jeder Intermediär kann dies den Sparern anbieten, wenn er und der Sparer dafür das Risiko eingehen. Der Sparer wird sich dann entscheiden müssen, ob er dem Anbieter vertraut, oder ob er lieber einen Anbieter wählt, der fristenkongruent vermittelt - oder ob er lieber in auf dem Kapitalmarkt anlegt. Im Kreditgeldsystem sind Geldschöpfung und Fristentransformation vermischt und der Staat/die Zentralbank haften für Kreditexzesse. Bei 100% Money (in allen Spielarten) kann jeder Anbieter / Nachfrager selbst entscheiden, ob er von der Fristentransformation profitieren und dafür das Risiko tragen will. Gehen die Anlagen schief, wird kein Geld zerstört. Daher ist Staatshaftung nicht nötig und es geht ohne Moral Hazard. Ich sehe auch nicht die Aufgabe des Staates darin, dafür zu sorgen, dass illiquide Investitionsprojekte realisiert werden können, wenn es dafür keine Anleger gibt. Wie die Private Equity Branche zeigt, gibt es keinen Mangel an Anlagekapital für illiquide Projekte, wenn die erwartete Rendite stimmt.

Beste Grüße, Thomas Mayer

Lieber Herr Mayer. Ich verstehe das nicht. Die Banken sind doch primär mal dazu da, geeignete von ungeeigneten Kreditnehmern heraus zu filtern. Der Sparer will doch nicht das idiosynkratische Kreditrisiko auf sich nehmen. Die Filterung der Kreditnehmer ist in der arbeitsteiligen Wirtschaft Sache von Spezialisten, die wir Banken nennen und die das überwiegend auf eigenes Risiko übernehmen. Wenn die "Sparer" Risiko scheuen und nicht nur kein idiosynkratisches Kreditrisiko übernehmen wollen, sondern generell keine Kredite vergeben wollen, sondern nur Bargeld halten wollen, dann kann in Ihrem Schema auch kein Kredit vergeben werden? Sehe ich das richtig? Die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes vermindert sich dann dramatisch, sprich: die "Wirtschaftsstockung" ist da, wie man das im 19. Jahrhundert nannte. Um das zu verhindern, brauchen wir, so schon Bagehot, einen Lender of last Resort.

Ich will es nochmal anders formulieren. Die Geldtheorie von Friedman baut ja sehr stark darauf auf, dass die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes fast konstant ist. Seine Erklärung der Großen Depression lief ja auch darauf hinaus, dass die Geldmenge stark gesunken war, nicht, dass die Umlaufgeschwindigkeit sich stark verändert hätte. Dann gab es natürlich viele Debatten über den Zins und sein Verhältnis zur Umlaufgeschwindigkeit. Ich möchte mal die Hypothese wagen (vielleicht gibt es die ja auch schon in der Literatur): eine vergleichsweise konstante Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ist ERGEBNIS der Tatsache, dass die Wirtschaftsteilnehmer auf einen Lender of Last Resort vertrauen, der das Systems schon rauspauken wird, wenns gefährlich wird. Das heißt: der Lender of Last Resort ist die Voraussetzung für ein solches Verhalten der Wirtschaftssubjekte, aus dem dann bestimmte Denkschulen ableiten, dass man einen Lender of Last Resort nicht benötigt. Wie sagten die alten Römer: "Si vis pacem para bellum". (Verzeihen Sie dem Neffen, Enkel und Urenkel hoher Schweizer Militärs diesen Vergleich; Beat, du kennst ja diese Familienverhältnisse; aber schlecht ist die Schweiz damit nicht gefahren). Ich muss sagen, dass mir das Vertrauen auf die konstante Umlaufgeschwindigkeit nie eingeleuchtet hat. Sie hängt doch viel zu sehr von Stimmungen ("Animal Spirits") ab. Der Charme des Geldes ist ja gerade, dass ich jederzeit entscheiden kann, ob ich es ausgabe (verleihe) oder unters Kopfkissen lege. - Wie also wird Ihr Schema der Trennung von Geld und Kredit mit einer Umlaufgeschwindigkeit fertig, die alles andere als eine Naturkonstante ist?

Nachdem ich obiges geschrieben hatte, kam die Mail von Klaus Adam, der über das Thema Fristentransformation zu einer ähnlichen Kritik kommt. Ich denke, die beiden Einwände sind nicht inkompatibel.

Beste Grüße
CCvW

Lieber Herr von Weizsäcker,
ich bin überzeugt, dass man zwischen Geldschöpfung und Intermediation trennen muss. Ich hatte Herrn Adam schon geantwortet und finde, dass diese Antwort auch auf Ihre Fragen zutrifft.

Beste Grüße Thomas Mayer

Lieber Herr Mayer - ich verstehe Ihr Schema nach wie vor nicht. In der realen Welt da draußen sind Preise von realen Gütern und Dienstleistungen charakterisiert dadurch, dass der Preis fast immer höher ist als die betriebswirtschaftlich relevanten Grenzkosten. Ferner werden die Preise bei Routinetransaktionen (Brot, Butter, Zahnpasta etc.) vom Anbieter gesetzt und der Konsument bestimmt die Menge, die er kaufen will - gegeben dieser Preis. Sofern man nicht Hyperinflation hat, kann daher auch der Lohnempfänger, der über einen meist für einige Zeit vereinbarten Lohnsatz verfügt, im Großen und Ganzen mit seinem Einkommen angesichts ihm bekannter Preise realistisch disponieren. Damit entspricht einem guten Prosperitätsstand (hohe Beschäftigung, geringe unfreiwillige Arbeitslosigkeit), ein bestimmtes nominelles Sozialprodukt. Wenn sich nun wegen schlechter Nachrichten die Investitionsbereitschaft ruckartig vermindert und zugleich die "Vorsichtskasse" (Keynes) ruckartig erhöht, wenn sich also relativ ruckartig die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes vermindert, wie kommen Sie dann mit einem System zurecht, in dem es keinen Lender of Last Resort gibt? Nach meiner Perspektive müsste doch dann das System der Kreditbeziehungen zusammenbrechen, weil die Kreditnehmer (also Unternehmen) reihenweise Schwierigkeiten haben, ihre laufenden Ausgaben durch die laufenden Einnahmen zu decken und daher vielfach nicht in der Lage sein werden, ihre Kredite pünktlich zu bedienen. Das aber hat wiederum zur Folge, dass alle nicht unbedingt nötigen Investitionen aufgeschoben werden, auch bei den Unternehmen, die noch liquide sind. So gehen die Aufträge weiter zurück und es verschlimmert sich die Situation. (All das ist ja schon im 19. Jahrhundert beschrieben worden: Marx, Bagehot, Wicksell etc.). Es muss doch jemand geben, der bei rasch sinkender Umlaufgeschwindigkeit für die entsprechende Zunahme an Geld im Umlauf sorgt. Wer ist das In Ihrem Schema, wenn es nicht eine

Institution ist, die über Offenmarktpolitik Liquidität ins System schiebt? Doch nicht der vielzitierte Helikopter?

Beste Grüße
CCvW

Lieber Herr von Weizsäcker,

wie schon gesagt bin ich sehr für eingebaute Stabilisatoren in der Fiskal- und Geldordnung, halte aber nichts von antizyklischer Politik. Schon Karl Schiller erlebte bei dem Versuch, eine anti-zyklische Fiskalpolitik zu betreiben, eine Bauchlandung. Die pro-aktive Politik der Fed unter Greenspan und Bernanke hat uns dann einen lupenreinen Kredit- und Investitions-Boom-Bust Zyklus a la Wicksell/Mises/Hayek beschert. Ich kann nicht erkennen, dass die verantwortlichen Politiker aus dem Schaden klug geworden wären.

Meine Kollegen und ich sind daher davon überzeugt, dass uns die gegenwärtige Politik der globalen Zentralbanken die nächste Krise bescheren wird. Offen ist, wann und wie die Krise kommen wird. In dieser hoch fragilen Welt (Taleb) stellen wir unsere Fonds so robust wie möglich auf. Wir handeln also auf der Grundlage unseres pessimistischen Weltbilds und hoffen sehr, dass dies unseren Kunden nutzen wird.

Beste Grüße, Thomas Mayer

Sehr geehrter Herr Mayer

Ihre 100% Money Idee erinnert mich sehr stark an die demnächst in der Schweiz zur Abstimmung anstehende Vollgeld-Initiative. Für mich ist das analog der früheren Mindestreservepolitik, nur dass die Geschäftsbanken dann eine Mindestreserve von 100% bei der Zentralbank hinterlegen müssen. Damit werden sie praktisch reine Außenstellen der Zentralbanken und hätten keine Möglichkeit mehr, das von ihnen so lukrativ betriebene Ponzi-Spiel fortzusetzen (was der Grund für die Initiative der Vollgeld-Initiative ist).

Letztlich muss dann die Zentralbank - und nur diese - für den Liquiditätsausgleich bei sich kurzfristig ändernder Umlaufgeschwindigkeit sorgen. Ich sehe nicht, warum das für die Zentralbank technisch nicht machbar sein sollte, vielleicht klappt das sogar besser als dies heute durch die Geschäftsbanken möglich ist. Aber leider steht jede Zentralbank unter dem Druck der nach Finanzmitteln lechzenden Regierungen, so dass die "reine Lehre" eben in der Praxis doch nicht so gut funktionieren wird.

Für die EZB hätte das 100% Money immerhin zur Folge, dass die heutige Maastricht-Fiktion zusammenbrechen würde, wonach die EZB keine Staatsfinanzierung über die Notenpresse betreiben würde, weil sie ja nicht direkt von den Regierungen die Staatspapiere erwirbt, sondern indirekt von den Geschäftsbanken (damit die auch noch einen Teil des Kuchens abbekommen). Also könnte 100% Money eine halbwegs funktionierende Idee sein, ich möchte jedoch die Systemumstellung nicht erleben wollen.

Viele Grüße

Georg Erdmann

30.4.

Lieber Herr Erdmann - die normale Bank macht kein Ponzi-Spiel; denn sie ist verpflichtet, positives Eigenkapital vorzuhalten. Ist ihr Eigenkapital-Puffer zu klein oder wird er sogar negativ, dann wird sie von der Bankenaufsicht geschlossen, wobei die Bilanzierung von der Aufsicht gemacht wird. Es gibt natürlich Zombie-Banken., deren "eigentliches" Eigenkapital negativ ist, wo aber die Aufsicht aus Gründen der Systemstabilität ein Auge zudrückt - zum Ärger vieler Ökonomen, aber diesen Punkt will ich hier gar nicht diskutieren. Der einzige legale und aus meiner Sicht legitime Ponzi-Spieler ist der Staat. Und ihn braucht man als Ponzi-Spieler, wenn, wie ich behaupte, der Wicksell'sche natürliche Zins heute negativ ist. Der Staat hat eine Art "natürliches Monopol" auf das Ponzi-Spiel. Dieses beruht letztlich auf seinem Gewaltmonopol, mit dessen Hilfe er künftige Steuereinnahmen quasi "verpfänden" kann. Die Vorstellung, man komme ohne Staatsschulden aus, halte ich für falsch, aus kapitaltheoretischer Sicht. Ich glaube, auch wir Ökonomen sollten Hobbes' Leviathan ernst nehmen. In Syrien kann man heute sehen, wohin ein Rückschritt hinter Hobbes zurück führt. Das staatliche Gewaltmonopol ist unabdingbar.

Lieber Herr Mayer - Sie weichen meiner Frage aus. Diese lautete: gibt es in ihrem Schema, das wirklich zu verstehen mir noch nicht gelungen ist, einen Lender of Last Resort? Darauf haben Sie geantwortet: Die Fed hat ihren Job unter Greenspan und Bernanke schlecht gemacht (was ich etwas anders sehe; aber das war jetzt nicht meine Frage). Ich interpretiere das vorläufig so, dass Sie sagen: "der Lender of last Resort macht seinen Job schlecht. Besser man hat keinen". Dem entnehme ich vorläufig mal, dass es in Ihrem Schema keinen Lender of Last Resort gibt. Das allerdings schafft mir Schwierigkeiten, Ihrem Schema zuzustimmen. Aber ich bin offen für weitere Belehrung. Vorläufig wäre Ihr Schema für mich ein Rückschritt hinter Bagehot zurück.

Beste Grüße
CCvW

Lieber Herr von Weizsäcker,
liebe Mitdiskutanten,

ich bin soeben vom "Monetären Workshop" in Frankfurt zurückgekehrt, wo ich unter anderem Gelegenheit hatte, mit Herrn Issing und Herrn Trichet über geldpolitische Fragen zu diskutieren. Zu der hier hiesigen Diskussion zwischen Herrn von Weizsäcker, Herrn Mayer, Herrn Erdmann und Herrn Adam möchte ich gern folgendes beisteuern:

1. In der Finanzkrise 2007/08 wurden die Steuerzahler von den Banken mit dem Argument erpreßt, ohne Bailouts käme es zum Zusammenbruch des Zahlungsverkehrs.
2. Eine Trennung von Geld und Kreditintermediation, wie Sie Herrn Mayer vorschwebt und unter Namen wie Vollgeld oder 100% reserve bekannt ist, entzieht diesem Argument den Boden, worin ich einen Vorteil sehe.
3. Weitere Vorteile des "Vollgelds" bestehen darin, daß die Einlagensicherung entfallen und der Bankensektor stark dereguliert werden kann. Die heutige Regulierung ist so ausgefertigt, daß sie von kleineren Banken nicht mehr befolgt werden kann, was zu unerwünschten Konzentrationsprozessen führt.
4. Feinsinniger gedacht hat eine kleinteilige Bankenregulierung den Nachteil, daß

alle Soldaten im Gleichschritt über die Brücke marschieren: Die Regulierung gleicht die Geschäftsmodelle an. Makro-ökonomisch sind heterogene Geschäftsmodelle aber stabiler.

5. In der beigefügten Graphik erkennt man man, im Einklang mit Herrn von Weizsäckers Argument, daß die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ab Ende 2008 plötzlich sinkt. Hernach sinkt sie stetig, aber langsamer, wie man es bei fallenden Nominalzinsen auch erwartet. Entscheidend ist: Ob die Zentralbank dagegenhalten will, hängt von ihrem geldpolitischen Ziel ab, also davon, ob sie NGDP targeting, inflation targeting oder was auch immer betreibt. Mit der Frage, ob man Geldversorgung und Kreditintermediation trennt, hat dies nichts zu tun. Insofern kann man diese beiden Probleme getrennt diskutieren.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Erdmann,

in der Tat ist die Schweizer Vollgeldinitiative inspiriert von Joseph Hubers "Monetative", die wiederum von Knight, Fisher, et al.'s 100% Money inspiriert ist. Diese Richtung will die ÖPP der Geldschöpfung durch ein Staatsmonopol zur Geldemission ersetzen. Wie ich schon sagte, teile ich die Bedenken gegen das Kreditgeldsystem, würde aber die ÖPP der Geldschöpfung lieber durch Privatisierung auflösen (Hayeks Währungswettbewerb ist heute durch Kryptogeld technisch einfach zu machen). Außerdem würde ich das Geld lieber durch einen festen Algorithmus für die Ausweitung der Geldmenge als durch Inflationsziele verankern. Dann ist die Umlaufgeschwindigkeit nicht weiter von Bedeutung.

In den nächsten 12-24 Monaten müssen die Schweizer über die Abschaffung des Kreditgeldsystems und Einführung von Vollgeld abstimmen. Da die Schweizer der Geldschuh heute wenig drückt, werden sie den Systemwechsel ablehnen. Trotzdem ist es spannend, wenn die Bürgerschaft über das Geldsystem diskutiert. Davon können bei uns nicht mal Studenten der VWL träumen.

Dennoch bin ich nicht sicher, ob Ihnen der Systemwechsel erspart bleiben wird. Alle großen Zentralbanken haben heute Forschungsarbeiten zu Kryptogeld laufen. Es ist nur eine Frage der Zeit, bis wir vom Papiergeld zu elektronischem Geld übergehen, wofür Kryptogeld die technisch beste Lösung bietet. Mit Kryptogeld wird "peer-to-peer" bezahlt, die Banken sind also für den Zahlungsverkehr unnötig, und die Geldschöpfung über Kreditvergabe fällt weg. Kryptogeld ist der Natur nach "Vollgeld" und wir werden die Frage zu beantworten haben, ob es im staatlichen Monopol oder im Wettbewerb staatlicher und privater Emittenten geschaffen wird (Paypal, Google, Apple usw. bereiten sich darauf vor und werden wohl für die Lobbyarbeit in Washington einiges Geld in die Hand nehmen).

Sie haben völlig Recht, dass bei einer Umstellung des Euro auf Vollgeld (oder Kryptogeld) die monetäre Staatsfinanzierung, die im Kreditgeldsystem versteckt über die Banken läuft, offenbar würde. Wenn jeder sehen würde, dass die Eurogeldmenge heute vor allem durch die Kreditvergabe südeuropäischer Banken wächst, die gerne Staatsanleihen aufkaufen, und Deutschland im Eurosystem dafür den Löwenanteil des Kreditausfallrisikos trägt, hätte die Politik ein großes Erklärungsproblem.

Beste Grüße, Thomas Mayer

Lieber Herr Weizsäcker,

das muss ein Missverständnis sein. In meiner ersten Mail schrieb ich "Ein LoIR ist nicht erforderlich, da die Banken nur Geld aufbewahren, vermitteln und den Zahlungsverkehr abwickeln." Um Missverständnisse zu vermeiden hätte ich Lender-of-last-Resort lieber ausschreiben sollen.

Im 100% Money System ist ein Lender-of-last-Resort einfach nicht nötig, weil die Banken kein Geld schöpfen sondern nur vermitteln. Dieses Geschäftsmodell verfolgten schon die holländischen Wechselbanken, darunter die von David Hume und Adam Smith viel gelobte Bank of Amsterdam, die keine Teilreservehaltung betrieb.

Nun hätte ich nichts gegen das Kreditgeldsystem, wenn ich nicht überzeugt wäre, dass es immer wieder zu Kredit-Boom-Bust Zyklen führt. Wesentlicher Grund dafür ist, dass in diesem System die Zentralbank einen starken Einfluss auf den Zins ausübt, und wie jede staatliche Planungsbehörde dabei Fehler macht. Im Kreditgeldsystem ist eine Sparschwemme gar nicht diagnostizierbar. Allenfalls kann man von einer Schwäche bei der Kreditvergabe sprechen, die durch die Nachwirkungen hoher Verschuldung, Bilanzprobleme der Banken, säkulare Stagnation, mangelnde Nachfrage usw. begründet sein kann. Wir wissen es nicht. Doch die Zentralbanken entscheiden sich für säkulare Stagnation / Sparschwemme (siehe Jahresbericht der EZB) und handeln danach. Sie "maßen sich Wissen an", das sie nicht haben können. Die übliche Anmaßung staatlicher Zentralplanung.

Mit besten Grüßen, Thomas Mayer

1.5.

Lieber Herr Mayer – wie passt aber die Abwesenheit eines Lender of Last Resort in im Ihrem Schema damit zusammen, dass Sie in Ihrer Mail an Erdmann schreiben: „Außerdem würde ich das Geld lieber durch einen festen Algorithmus für die Ausweitung der Geldmenge als durch Inflationsziele verankern. Dann ist die Umlaufgeschwindigkeit nicht weiter von Bedeutung.“ Denn dann würde doch das Sozialprodukt proportional mit der Umlaufgeschwindigkeit schwanken. Und darin kann ich nun wirklich keinen Vorteil sehen. Kennen Sie die Sätze von Heinrich Heine?: "In unruhiger Zeit ist das Geld ängstlich, zieht sich in die Kisten der Reichen zurück, hält sich eingezogen: der Diskonto steigt. In ruhiger Zeit wird das Geld wieder sorglos, bietet sich preis, zeigt sich öffentlich, ist sehr herablassend. So ein alter Louis-dor hat mehr Verstand als ein Mensch, und weiß am besten, ob es Krieg oder Frieden gibt."

Oder von der Kreditseite aus betrachtet und auf eine frühere Mail von mir zurückkommend: wenn die Menschen keinen Kredit vergeben wollen, weil „das Geld ängstlich“ wird, wie stabilisiert sich dann das Sozialprodukt?

Beste Grüße

CCvW

Liebe Herr Homburg,

wir haben die Banken nicht nur gerettet um den Zahlungsverkehr aufrecht zu erhalten, sondern auch um die Kreditvergabe aufrecht zu erhalten.

Im Vollgeld-System von Herrn Mayer kann es aber nun zu genau den gleichen Zusammenbrüchen der Kreditvergabe kommen wie im jetzigen System, z.B. durch die von Herrn von Weizsäcker angesprochenen Mechanismen, die ich hier mal als Koordinationsprobleme interpretieren möchte.

Deshalb müssen im Vollgeldsystem genau dieselben Rettungsmaßnahmen vorgenommen wie im traditionellen Bankensystem, außer die Vertreter des Vollgeldsystems möchten einen Zusammenbruch der Kreditvergabe nicht verhindern?

Mit freundlichen Grüßen,

Klaus Adam.

2.5.

Lieber Herr von Weizsäcker,

in der Medizin gilt der Grundsatz: richte vor allem keinen Schaden an. Da ich der Ökonomie nicht zutraue, das Sozialprodukt zu stabilisieren und sogar (zumindest seit der Finanzkrise) zum dem Schluss gekommen bin, dass Eingriffe zur Konjunkturstabilisierung schädlich sind, halte ich ein 100% Money Regime mit festem Algorithmus zur Geldmengenexpansion für die am wenigsten schädlich Lösung.

Beste Grüße, Thomas Mayer

P.S. Auch bei Lenders of last Resort sollte man die Nebenwirkungen in Form von Moral Hazard nicht unterschätzen. Wer davon ausgehen kann, dass er im Fall von Zahlungsschwierigkeiten auf einen Bail-out durch den LoLR vertrauen kann, wird seine Schuldenquote über das gesunde Maß hinaus steigern. Wohin das führt, haben wir gesehen.

Lieber Herr Adam,

Ihr Argument bringt uns in tiefes Fahrwasser:

1. Eine einzelne insolvente Bank kann natürlich keine Kredite mehr vergeben. Dieses Element ist "backward-looking".
2. Die aggregierte Kreditvergabe ist aber "forward-looking". Sie hängt ab von der erwarteten Preisentwicklung der Sicherheiten, insbesondere der Landpreisentwicklung.
3. Bankenrettungen, Niedrigzinspolitik und weitere Interventionen erfolgen in der guten Absicht, eine asset price deflation abzuwenden. Im Nebeneffekt kann keine Aufwertungserwartung entstehen, was die Kreditvergabe einschränkt.
4. Laut Caballero, Hoshi und Kashyap (AER 2008) verstopft das resultierende "Zombie Lending" die Kreditmärkte und mindert das

Wachstum.

Aus diesen Gründen und dem moral hazard Argument Herrn Mayers bin ich der Ansicht, daß Bankenrettungen oder ganz allgemein der Kampf gegen Kartharsis schädlich ist. Ein Geldsystem, in dem der Zahlungsverkehr von der Kreditvergabe getrennt ist, finde ich deshalb sympathisch. Ob man Bankeninsolvenzen politökonomisch durchhalten kann, steht natürlich auf einem anderen Blatt, das gebe ich zu.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Liebe Kollegen

Natürlich spielen Credit-Defaults in einem Vollgeldsystem eine Rolle. Die Kernfrage lautet, wer für die Verluste im Fall eines negativen Eigenkapitals bei einer Geschäftsbank aufkommen soll. Drei Möglichkeiten kommen in Frage:

1. Die Aktionäre. Das ist der klassische marktwirtschaftliche Fall. Diese werden auf das Bankmanagement einwirken, bei der Kreditvergabe sorgfältige Risikoabwägungen vorzunehmen. Nach Maßgabe von Markterwartungen ergeben sich eventuell Kredit- und Insolvenzzyklen sowie entsprechende Zinsdynamiken.
2. der öffentliche Haushalt. Das war in der Finanzkrise 2007/8 ein Teil der Lösung. Auch der Staat wird Risikoabwägungen anstellen, und dies hat die viel beklagte Re- bzw. Überregulierung des Finanzsektors zur Folge. Etwas ähnliches sehen wir derzeit auch auf den Elektrizitätsmärkten, wobei die Regulierungsursachen natürlich verschieden sind.
3. Die Zentralbank. Das dürfte das langfristig wahrscheinliche Ergebnis eines Vollgeldsystems sein. Die Zentralbank bleibt in der Rolle des Lenders-of-last-Resort und könnte eventuell eigene Risikomodelle einsetzen, mit denen die Kreditvergabe der Geschäftsbanken (den Außenstellen der Zentralbank) gesteuert wird. Doch aus Sicht der Betroffenen sieht dies dann wohl fast so aus wie eine Zentralverwaltungswirtschaft.

Viele Grüße
Georg Erdmann

Liebe Kollegen - ich glaube nun doch einiges besser verstanden zu haben, was das Vollgeldsystem nach den Vorstellungen seiner Befürworter eigentlich ist. Es gibt - so verstehe ich das gegenwärtig - ein Problem des kleineren Übels. Die Probleme des herrschenden Systems mit Zentralbanken und Kreditgeld sind das eine Übel. Dafür hat dieses System quasi eine "Notbremse", eben den Bagehot-schen Lender of Last Resort. Aber genau diese Notbremse verursacht eben zum Teil die Übel des Systems; Stichwort: Moral Hazard. Um diese Übel zum Teil wieder einzudämmen, bedarf es einer strengen Aufsicht und solcher Regeln wie den Eigenkapitalvorschriften etc. Diese wiederum verursachen massive Bürokratie- und Überwachungskosten, die zum Beispiel zu vermehrter

Konzentration des Bankensektors führen. Das Vollgeldsystem mit der (versuchten) Totaltrennung von Geld und Kredit verzichtet auf einen Lender of Last Resort im herkömmlichen Sinn. So ist das andere Übel: Das Schema setzt sich dem Risiko aus, dass die Volkswirtschaft als Ganze starken Schwankungen ausgesetzt ist, weil jedes Kreditsystem auf Vertrauen basiert. Das Vertrauen kann aber für ein gutes Funktionieren der Gesamtwirtschaft sowohl "zu hoch" ("irrational exuberance") als auch "zu tief" (Liquiditätskrisen, "Stockungen") sein.

Die Antwort auf die Frage, welches der Übel kleiner ist, hängt nun wesentlich davon ab, welches Gesamtbild des volkswirtschaftlichen Geschehens man hat. Ich selbst neige dazu, das Schwankungsübel eines Vollgeldsystems für größer anzusehen als die Übel des heute herrschenden Systems. Letztere zu verkleinern ist für mich eine Sparte in dem universellen philosophischen Gedanken von Karl Popper, dem "piecemeal engineering", das mit dem Prinzip des "Trial and Error" arbeitet. Aber mir ist bewusst, dass es auch Sackgassen geben kann, aus denen dann nur ein "kathartischer" Ausbruch möglich ist, wie ihn Stefan Homburg in seiner letzten Mail zu befürworten scheint.

Charles Kindleberger, den ich in meinen MIT-Zeiten besser kennen gelernt habe und seither sehr verehere, hat ja die Große Depression der dreißiger Jahre damit erklärt, dass man sich in einer Übergangsphase von einer Leitwährung (dem britischen Pfund) zu einer anderen Leitwährung (dem US-Dollar) befunden habe. Es ist unwahrscheinlich, dass der Dollar noch sehr lange alleinige Leitwährung bleiben wird. Mag sein, dass er sich diese Eigenschaft demnächst mit anderen konventionellen Währungen oder mit Fin-Tech-Währungen teilen muss. Hat das Implikationen für die Frage nach dem kleineren Übel, die ich oben gestellt habe?

Nun doch nochmal eine Frage an die Vollgeld-Proponenten: Sie wollen ja doch nicht die Institution des Kredits abschaffen. Wie ich früher schon schrieb, ist die Selektion von geeigneten Kreditnehmern eine Spezialisierung, so wie die eines Herzchirurgen oder Haute Couture Designers. Wie jede derartige Spezialisierung ist auch diese nur dann wirklich effizient, wenn der einzelne Spezialist über ein Mindestgeschäftsvolumen verfügt. Um jederzeit leistungsfähig zu sein, muss der Kreditgeber über Leistungsreserven verfügen, so wie die meisten Geschäfte über Reservekapazitäten verfügen. (Als Kunde gehe ich nicht lange zu einem Laden, wenn ich in der Hälfte meiner Besuche dort mit der Antwort konfrontiert werde: wir sind ausverkauft; also muss der Laden, um im Konkurrenzkampf zu bestehen, sich so einrichten, dass er seine Kunden ganz überwiegend auch dann bedienen kann, wenn die Nachfrage größer ist als der Erwartungswert der Zufallsvariablen, die das Verhalten seiner Kunden abbildet). Damit der spezialisierte Kreditgeber seine Kundschaft bedienen kann, muss er die Möglichkeit haben, zumindest vorübergehend mehr Kredite zu vergeben als er Darlehen aufnimmt. Das aber verstößt gegen die Regeln des Trennsystems von Geld und Kredit, da er ja in diesem Zeitraum quasi Geld schöpft. Oder er müsste selbst einen Geldpuffer vorhalten, der mal größer und mal kleiner ist. Dann aber wäre ein Großteil des umlaufenden Geldes im Besitz dieser spezialisierten Kreditgeber. Zieht nun die gesamtwirtschaftliche Kreditnachfrage an, dann nimmt der Geldpuffer bei den Kreditgebern ab. Es beschleunigt sich der Geldumlauf. Analog dazu erhöht sich der Geldpuffer bei den Kreditgebern, wenn die Kreditnachfrage zurück geht, also vermindert sich die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Sehe ich das richtig? Und folgt daraus nicht, dass die Umlaufgeschwindigkeit in diesem Trennsystem von Geld und Kredit eine recht volatile Größe ist?

Beste Grüße

CCvW

Liebe Kolleg(in)en,

mein Mitarbeiter Tom Neugebauer und ich haben bei der Münsteraner Tagung des VFS den anhängenden Beitrag zum Vollgeld vorgetragen.

Beste Grüße

Ulrich van Suntum

Lieber Herr von Weizsäcker, lieber Herr Erdmann,

im Kreditgeldsystem mit Zentralbank (als LoIR und Steuermann für die Banken) werden Zinsentscheidungen zentralisiert (die ZB übt einen großen Einfluss auf den Kreditzins aus und kreiert zu einem gewissen Grad Moral Hazard). Ist die Kreditvergabe von der Geldschöpfung jedoch getrennt, werden Zins- und Kreditentscheidungen dezentral getroffen und es gibt keinen Moral Hazard, da jeder vollumfänglich haftet. Dezentral gemanagte System sind weniger Fehleranfällig als zentral gemanagte System (da im dezentralen System wahrscheinlich nicht alle den gleichen Fehler machen). In der Klassifizierung von Nassim Taleb nenne ich daher das Kreditgeldsystem "fragil", das 100% Money System dagegen "robust". Ich sehe auch keine Probleme in der Größe der Kreditinstitute, solange es Wettbewerb gibt. Die Welt hätte mit einem Default der Citi Group leben können, aber sie konnte es nicht mit dem Bankrott eines extrem vernetzten und zentral gesteuerten globalen Bankensystems, wie es die Kreditgeldordnung hervorgebracht hat.

Mit besten Grüßen, Thomas Mayer

Lieber Herr Mayer

mit Verlaub, ihre Klassifizierung in 'robust' und 'fragil' ist doch eher Glaubenssatz und Propaganda (für Systemveränderungen braucht man natürlich Letztere natürlich).

Es ist mir unklar wieso es im Vollgeldsystem nicht auch große vernetzte Kreditinstitute wie Citi geben kann? Wollen sie etwa Finanzintermediation zwischen Kreditinstituten verbieten?

Trotz unserer Differenzen, haben wir doch auch Gemeinsamkeiten: Sie wollen zu einem System 100-prozentiger Eigenkapitaldeckung der Banken ohne Lender of Last Resort. Ich stimme einer hohen Eigenkapitaldeckung gerne zu, würde jedoch nicht 100 % fordern und auch nicht den Lender of Last Resort abschaffen.

Den optimalen Grad der Eigenkapitaldeckung zu bestimmen, um Stabilitäts und Moral Hazard Probleme zu lösen ist sicherlich ein gewagtes Unterfangen, deshalb sind unsere Differenzen diesbezüglich eher quantitativer Natur. Denn Lender of Last Resort abzuschaffen halte ich jedoch für ein hochgradig gefährliches Vorhaben, genauso wie Herr von Weizsäcker.

Wenn das essentieller Teil des Vollgeldvorschlags ist, dann ist meine Prognose, dass sie trotz Propaganda damit nicht weit kommen werden. Meiner Meinung nach auch zurecht.

Mit freundlichen Grüßen

Klaus Adam

Lieber Herr Adam,

Thomas Mayer fordert keine Eigenkapitalquote von 100%.
So wie ich ihn verstehe, will er die Eigenkapitalanforderung
(capital requirement) eher deregulieren.

Kern seines Vollgeld-Vorschlags ist eine Mindestreserve
(reserve requirement) von 100%. Diese ist im Prinzip mit
beliebigen Eigenkapitalquoten verträglich.

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg

wenn die Kreditgeber, die den "neuen" Kreditvermittlern im Vollgeldsystem (also gemeinhin Banken), ihre Ersparnisse zur Verfügung stellen am eventuellen Ausfall der Kreditnehmer beteiligt werden sollen, um Staatshaftung zu unterbinden, und zusätzlich Risikoteilung der idiosynkratischen Ausfallrisiken auf der Ebene des vermittelnden Instituts stattfindet, dann sind wir punktgenau bei einer 100% Eigenkapitalanforderung für Banken.

Aber Sie haben Recht: eventuell haben wir nicht mal Risikoteilung idiosynkratischer Ausfallrisiken auf Institutsebene, dann sind wir noch ein Schritt weiter zurück, nämlich bei einem Peer-to-Peer-Lending System ohne Lender of Last Resort.

Mit freundlichen Grüßen

Klaus Adam

--

Lieber Herr Adam,

das Argument verstehe ich nicht. Nehmen wir eine fiktive
Bankbilanz in einem 100%-reserve system:

Aktiva: Kredite 90 und Mindestreserve 10,

Passiva: Eigenkapital 20, Spareinlagen 70, Sichteinlagen 10.

Die Sichteinlagen sind eo ipso völlig sicher, da durch die
Mindestreserve bei der Zentralbank gedeckt. Die Spareinlagen
werden nur bei Insolvenz der Bank herangezogen. Die Eigen-
kapitalquote beträgt in meinem Beispiel 20 Prozent.

Viele Grüße
Stefan Homburg

3.5.
Lieber Herr Homburg

im Vollgeldsystem gibt doch nun gedanklich zwei Arten von Banken gibt. Die erste Art stellt den Zahlungsverkehr sicher; deren Bilanz sieht wie folgt aus:

Passiva: Depositen

Aktiva: Mindestreserven

Die zweite Art Bank ist für Kreditvermittlung zuständig; deren Bilanz sieht wie folgt aus:

Passiva: Eigenkapital & Spareinlagen

Aktiva: Kredite

Herrn Mayers Ausführungen entnehme ich, dass die Spareinlagen direkt einzelnen Krediten zugeordnet sind und an deren Ausfällen beteiligt, um Staatshaftung zu vermeiden. Die Spareinlagen sind also auch Eigenkapital. Kreditvermittlung ist damit zu 100% aus Eigenkapital finanziert.

Natürlich kann man auch beide Bankenarten aggregieren oder fusionieren, wie Sie das in Ihrer Bilanz getan haben, aber das ändert nichts an der Sache.

Mit freundlichen Grüßen

Klaus Adam

Lieber Herr Adam,

die Diskussion der letzten Tage leidet an der Vermischung von Aspekten, die nichts miteinander zu tun haben. Ich will das ein wenig zu strukturieren:

1. **Vollgeldsystem:** Banken halten 100% Mindestreserve auf Sichteinlagen.
2. **Trennbankensystem:** Banken dürfen entweder Zahlungsverkehr betreiben oder normales Kreditgeschäft.
3. **Private Geldschöpfung versus Staatsmonopol.** Herr Mayer bevorzugt die erste Lösung, Fisher und Friedman wollten ein Vollgeldsystem mit

Staatsmonopol.

4. Geldmengenregel versus diskretionäre Politik. Vollgeld plus Staatsmonopol ist mit diskretionärer Politik verträglich, sogar mehr als das gegenwärtige System, weil die Zentralbank die Geldmenge nicht indirekt über einen variablen "Multiplikator" steuert, sondern voll kontrolliert.

Die von Ihnen genannte Zuordnung von Spareinlagen zu einzelnen Krediten ist, soweit ich sehe, noch nie vorgeschlagen worden, am wenigsten von Herrn Mayer. Die nützliche Rolle der Finanzintermediation bei asymmetrischer Information stellt nämlich niemand in Frage. Daher ist Ihre Kritik des Mayer-Vorschlags in dieser Hinsicht unberechtigt.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg

wie ich anmerkte, Sie können meine - nur gedanklich getrennten Banken - gerne wieder fusionieren, das ändert nichts an der Sache.

Ich kann auch keinerlei Konfusion in der Diskussion erkennen.

Mit freundlichen Grüßen

Klaus Adam

Lieber Herr Adam,

vielleicht liegt die Verwirrung ja nur bei mir. Aber wo finde ich die Aussage Thomas Meyers, die Sie ihm zuschreiben und auf der Ihre ganze Kritik beruht, nämlich daß einzelne Sparguthaben direkt einzelnen Krediten zugeordnet werden und die Sparer dann die entsprechenden Verluste tragen? Bei asymmetrischer Information ist diese Idee doch an Absurdität kaum zu überbieten.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg, lieber Herr Adam,

die Idee findet sich nicht bei Thomas Mayer, sondern bei Larry Kotlikoff in "Jimmy Stewart is Dead". Kotlikoff verbindet den Vollgeldvorschlag für Narrow Banking mit einem Investment-Fonds-Vorschlag für den gesamten Rest. Ich sehe das auch kritisch. Eine Diskussion findet sich in Anm. 45 zu Kapitel 10 des Buchs "The Bankers' New Clothes".

Dass das Thema bei Thomas Mayer nicht vorkommt, deutet allerdings auf ein Problem hin. Angenommen wir haben ein Vollgeldregime für den Zahlungsverkehr. Was bedeutet das für das Finanzsystem insgesamt? Wie wird die Nachfrage der Bevölkerung und der Unternehmen nach liquiden, sicheren und rentablen Titeln gedeckt? Eine Möglichkeit ist die, dass die Mittel bei den "Banken" bleiben bzw. bei den Außenstellen der Zentralbank, zu denen die Banken dann werden. Über die Anlage entscheidet die Zentralbank. Staatsschulden? Unternehmenskredite? Die Vorstellung, dass die Zentralbank über diese Masse an Anlagen entscheidet, ist mir eher unheimlich. Jedoch ist dieses Szenario eher unwahrscheinlich. Wahrscheinlicher ist es, dass die Mittel an andere Institutionen gehen, die ähnlich den bisherigen Geldmarktfonds, die Mayer'sche Bankeregulierung umgehen, indem sie etwas den Einlagen Ähnliches anbieten und zur Kreditvergabe verwenden.

In diesem Kontext sei daran erinnert, US dass die Geldmarktfonds am 20. September 2008 in die Einlagensicherung einbezogen wurden, weil die Regierung den Run auf die Geldmarktfonds stoppen wollten. von Weizsäckers Argument es gehe auch um den Schutz des Kreditvergabemechanismus spielte eine große Rolle. Und der Schutz von HRE in Deutschland dient dem Schutz der institutionellen Anleger, Kirchen, Rundfunkanstalten, Sozialversicherungseinrichtungen, Kommunen.... Wir sollten uns nicht vorstellen, wir könnten die politisch-ökonomischen Kräfte, die hinter den Bankenrettungen stehen, mit technischen Maßnahmen wie dem Übergang zu einem Vollgeldsystem kanalisieren.

Auf jeden Fall wäre zu wünschen, dass die Proponenten eines Vollgeldsystems nicht rein partialanalytisch argumentieren, sondern die von ihnen vorgeschlagenen Maßnahmen im allgemeinen Gleichgewichtsrahmen erörtern.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Lieber Herr Hellwig,

chapeau - was Sie so alles lesen. Ich habe auf Kotlikoff immer große Stücke gehalten, aber dieser Vorschlag zeugt von geringem Verständnis für Anreiz- und Informationsprobleme der Finanzintermediation.

Was Ihre polit-ökonomischen Argumente betrifft, hatte ich ja schon in einem früheren Beitrag die Waffen gestreckt. Debatten über unser Geldsystem sind rein wissenschaftlich interessant. So lange die Banker es schaffen, einen unbekanntem Senator

ins Präsidentenamt zu hieven, brauchen sie sich keine Änderungen gefallen zu lassen.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

4.5.

Liebe Diskussionsrunde. Ich ziehe eine Zwischenbilanz. Wir haben uns in Sachen 100%-Geld wohl nicht geeinigt. Die Befürworter haben ein Schema im Kopf, bei dem es einen Lender of Last Resort nicht gibt. Damit haben sie für mich und andere Teilnehmer keine Antwort auf die Frage: wie wird man mit einer Situation fertig, in der der Kreditmarkt zusammenbricht, weil nicht mehr hinreichendes Vertrauen zwischen Kreditgebern und Kreditnehmern vorhanden ist. Die Antwort von Thomas Mayer, dass eine dezentrale (aber nicht mit Kreditvergabe verbundene) Geldschöpfung zu einer stabilen Situation ohne Kreditstockung führt, ist für mich vorerst ein Glaubensbekenntnis. Dafür fehlt mir bisher ein Beweis oder zumindest eine höchst plausible Begründung. Historisch hat es solche Stockungen immer wieder gegeben – gerade auch in Zeiten, in denen es die moderne Zentralbankpolitik und Bankenaufsicht noch nicht gegeben hat. Die Trennung von Geld und Kredit ändert ja nichts daran, dass es sich beim Kreditgeschäft immer um Märkte mit asymmetrischer Information handelt. Es ist ja nicht zuletzt diese Eigenschaft, wie ich von Hellwig schon vor längerer Zeit gelernt habe, die dazu führt, dass der Fremdkapital-Kreditvertrag eine so dominante Rolle bei der Finanzierung von Investitionen spielt. Ein Lender of Last Resort ist ein solcher Kreditgeber, der groß genug ist und institutionell so verankert ist, dass er die positiven externen Effekte seiner Kreditvergabe mit in seinen Kalkül einbezieht. Diese bestehen darin, dass er in der Lage ist, die Volkswirtschaft von einem Gleichgewicht in ein anderes, besseres zu verschieben, speziell von einem Gleichgewicht geringer Produktionsaktivität in ein solches mit guter Auslastung der vorhandenen Produktionskapazitäten. Ich sehe nicht, wie die Möglichkeit multipler Gleichgewichte dadurch verschwindet, dass man die Geldschöpfung vom Kreditwesen trennt. Ingo Barens machte mich in einer Mail darauf aufmerksam, dass der sehr einflussreiche Geldtheoretiker und Vertreter der Treasury View, Ralph Hawtrey (1879-1975), für Situationen eines Credit Deadlock die Zentralbank-Finanzierung von Staatsausgaben als angemessen angesehen hat – hier also wie Keynes argumentiert hat

Die Frage, was Block-Chain-Money in der Zukunft bedeuten wird, ist faszinierend, aber offenbar heute noch nicht auch nur in Umrissen beantwortbar. In der gestrigen Ausgabe der Neuen Zürcher Zeitung findet sich ein Artikel von Konrad Hummler, den ich mit Interesse gelesen habe. Es gibt hier unter Umständen großes gesellschaftliches Produktivitätspotential. Aber es gibt hier möglicherweise auch großes Potential für massiv destruktive Kriminalität. Hier würde ich gern wesentlich mehr lernen.

Keine Einigung kann ich erkennen in der Frage, was das richtige Preissignal für die volkswirtschaftliche Grenzproduktivität des Kapitals ist. Ich habe vor Wochen dargelegt, weshalb aus meiner Sicht der Zinssatz, den der Fiskus eines Staates wie Deutschland oder USA zahlt, dieses Preissignal ist. nach meiner Ansicht ist die WACC ein irreführendes Signal. Ich habe kein Argument lesen können, das mich von dieser Auffassung abbringt. Ein von mir vorgebrachtes Argument waren die Grenzkosten der Banken bei der Schuldnerauswahl und Kreditüberwachung, wenn sie die Beleihungsgrenze nach oben schieben. Der Zinssatz r für sichere Staatsanleihen ist der Ertrag, den die

Bank mit dem Geld erzielt, das sie nicht an Private verleiht. Bei diesem Kredit an den Fiskus entstehen keine Überwachungskosten oder Kosten der Schuldnerauswahl. Auch die Risikokomponente der WACC ist, wie ich dargelegt hatte, ein volkswirtschaftlicher Kostenfaktor, sodass auch sie bei der Berechnung des volkswirtschaftlichen Grenzertrags von Kapital abgezogen werden müssen.

Wenn das Preissignal für die Grenzproduktivität des Kapitals die Rolle der Opportunitätskosten zusätzlicher Staatsverschuldung spielt, dann reden wir über einen Zustand der Vollbeschäftigung. In diesem Zustand gilt, dass mehr Staatsausgaben private Investitionen 1:1 verdrängen. Ist jedoch, wie ich es für den Euro-Raum für gegeben halte, die Volkswirtschaft unterbeschäftigt, so muss bei zusätzlichen Staatsausgaben der Beschäftigungseffekt im Keynes-schen Sinne mit berücksichtigt werden. Dieser Beschäftigungseffekt ist bei mehr Staatsausgaben Griechenlands (ohne Hilfe der anderen Euro-Staaten) vermutlich negativ, weil diese zusätzlichen Staatsausgaben, den Risikoaufschlag bei Krediten an Griechenland anheben. Der Beschäftigungseffekt ist aber positiv bei zusätzlichen Staatsausgaben (oder verminderten Steuereinnahmen durch Steuersenkung) Deutschlands, weil dadurch die Importe nach Deutschland steigen, was mehr Beschäftigung in Frankreich, Italien etc. schafft – und auch in Deutschland selbst, wodurch auch die Zuwanderung nach Deutschland steigt, was langfristig aus Demographiegründen positiv ist.

Da der Name Kotlikoff gefallen ist, möchte ich etwas wiederholen, was ich in dieser Runde auch schon geschrieben habe: die von ihm initiierte Generationenbilanz, die bei uns Raffelhüschen weiter führt, muss einen Zinssatz ansetzen, der über der langfristigen Wachstumsrate der Volkswirtschaft liegt: $r > g$. Diese Annahme ist m.E. nicht mehr haltbar; das habe ich ja in den letzten Jahren ausführlich diskutiert. Daher müsste Raffelhüschen sich was ausdenken, wie er diese Generationenbilanz auch machen kann bei $r < g$. Das hat angesichts der involvierten sehr langen Zeiträume quantitativ sicher erhebliche Effekte auf die Resultate.

Ich bin vom 5. bis 9. Mai per E-Mail nicht erreichbar.

Carl Christian von Weizsäcker

Lieber Kollege von Weizsäcker: vielen Dank für die schöne und klare Zusammenfassung?

Nachdem ich nun (nicht alles, aber hier und dort gelegentlich) diese Diskussionen mit Faszination gelesen habe, frage ich mich: was nun?

Es sind ja hier Fragen aufgeworfen worden, die sich am Ende doch wohl besser im Rahmen konkreter Modelle beantworten ließen, oder mit darauf fokussierten empirischen Arbeiten. Die Fragen sind gut, bei den Antworten fehlt noch die Tiefe!

Das ist aber auch eine Chance. Jemand könnte es in die Hand nehmen, einige der Fragen herauszukristallisieren, und darum herum vielleicht sogar eine Serie von Konferenzen bauen, mit dem Ziel, mehr Licht hineinzubringen. Dabei könnten die Teilnehmer dieser Diskussionrunde eine besonders wichtige Rolle spielen, die Modell-Einsichten und empirischen Einsichten im größeren Rahmen zu bewerten. Haben sie uns weitergeholfen,

oder sind sie nur den speziellen Modell-Annahmen zu verdanken? Etc.. Jedenfalls könnte so diesem interessanten Anstoß echte Forschung und tiefere Einsicht folgen, als es in dem Schlagabtausch der e-mail-Argumente wirklich möglich ist. Ich befürchte, daß daran eher geringeres Interesse besteht, aber ich lasse mich gerne eines Besseren belehren.

Von den aufgeworfenen Fragen sind folgende eher interessant, denke ich:

* kann eine Wirtschaft mit "narrow banking" funktionieren? Insbesondere: wie funktioniert die Kreditvergabe, welche Implikationen hat das für Störungsanfälligkeit, was sind die "welfare effects / comparisons" zu einer Wirtschaft ohne "narrow banking"?

* Wie eng bewegen sich die Kreditkonditionen von Firmen mit den Zinsen für Staatspapiere, und warum? Warum, z.B., haben sich die Kreditkonditionen für Südstaatenfirmen verschlechtert, als die Staatspapiere zu höheren Zinsaufschlägen gehandelt wurden?

* Welche langfristige Wirtschaftspolitik ist richtig, wenn r nahe an g ist, gelegentlich drunter, gelegentlich drüber?

* Welche Wirtschaftspolitik ist richtig im fragilen Euroraum? Mehr Staatsausgaben in Deutschland, z.B.? Allerdings: was die keynesianischen Beschäftigungseffekte von Staatsausgaben angeht: da ist wahrscheinlich schon ausreichend viel zu gesagt worden: hier brauchen wir neue Ansätze. Die keynesianischen Ansätze funktionieren eher schlecht als recht: vielleicht findet jemand eine neue, keynes-kritische Perspektive, die hier weiterhilft.

MfG,

Harald Uhlig

12.5.

Lieber Herr von Weizsäcker,

Sie hatten in Ihrer letzten Email unsere Diskussion bilanziert. Weil Sie unterwegs waren, habe ich mir Zeit gelassen, möchte aber auch aus meiner Sicht bilanzieren. Im Kern gibt es wohl zwei Punkte, in denen Dissens besteht.

1. Lender of Last Resort: In einem Vollgeldsystem kann es durchaus einen Lender of Last Resort geben. Bei staatlichem Vollgeld ist das evident. Bei privatem Vollgeld, wie es Herrn Mayer vorschwebt, kann der Steuerzahler insolvente Banken retten. Insofern sind die Aspekte "Vollgeld vs. Kreditgeld" und "Lender of Last Resort" logisch unabhängig voneinander. Die eigentliche Streitfrage lautet, ob man einen Lender of Last Resort will. Die Antwort hängt davon ab, wie man Rezessionen einerseits und Moral Hazard andererseits gewichtet.

Meiner Ansicht nach zeitigen die Bankenrettungen nicht nur immense volkswirtschaftliche Kosten, sondern auch gesellschaftspolitische:

a) Die Gesellschaft subventioniert Großbanken durch eine kostenlose implizite Bail-Out-Garantie in immensem Umfang. Diese revanchieren sich, indem sie das politische Geschehen beherrschen. Als Beispiel hatte ich Obamas Wahlsieg genannt, der ohne Goldman Sachs und Citigroup nicht denkbar gewesen wäre; diese beiden hatten das Gros seiner Spenden eingesammelt.

b) Eine historische Studie von Schularick deutet darauf hin, daß Rechtsradikalismus und Finanzkrisen korrelieren. Ich glaube, daß die aktuellen politischen Tendenzen in Europa Spätfolge der Finanzkrise und der seither installierten Bail-Out-Mechanismen sind. Durch EFSF, ESM und EZB ist der Boden für permanente Bail-Outs bereitet.

2. Realzins und Kapitalproduktivität: Ich hatte dokumentiert, daß die Kapitalkosten (WACC) in der Finanzkrise gestiegen sind und heute höher liegen als um 2000. Streitlos ist, daß die Realzinsen in den letzten Jahren gesunken sind. Also hat der Abstand zwischen $F'(K)$ und r zugenommen. Auf der anderen Seite ist die Zinsmarge der Banken, die Überwachungskosten widerspiegelt, gesunken. Dies hatte ich mit US-Daten dokumentiert, es ist aber auch hier in Europa jedem Zeitungsleser geläufig: Banken klagen über sinkende Zinsmargen und erhöhen daher ihre Gebühren.

Das resultierende Problem könnte man Productivity Premium Puzzle nennen. Es ähnelt dem Equity Premium Puzzle. Mein Erklärungsangebot besteht in einer Kreditrationierung der Unternehmen, die einerseits nur beschränkt Fremdkapital erhalten, andererseits aufgrund der bekannten agency Probleme nicht einfach zusätzliches Eigenkapital einwerben können. Eine Alternativerklärung dafür, warum ein Zustand mit realen WACC um 10 Prozent und einem Realzins von 0 Prozent ein Gleichgewicht sein könnte, ist mir nicht bekannt. Zinsmargen erreichen nicht diese Höhe und sind in letzter Zeit gesunken.

Wirtschaftspolitisch gewendet besteht der Kernfehler der Schuldenstaaten, die auch 7 Jahre nach der Rezession riesige Defizite fahren, in der Annahme, die volkswirtschaftlichen Kosten der Staatsverschuldung würden durch den Realzins gemessen. Bei Kreditrationierung ist das eben nicht der Fall. Beim Crowding Out kommt es nicht auf r an, sondern auf $F'(K)$. Die Grenzproduktivität mißt den Outputverlust, wenn private Investitionen durch staatliche Defizite verdrängt werden. Keynesianische Beschäftigungsargumente werden in der Literatur nur mit kurzfristigen Preisstarrheiten begründet; wir reden hier aber über "säkulare" Probleme, bei deren Analyse die Annahme starrer Preise methodisch verfehlt ist.

Argumentiert man schließlich nicht im engen Korsett der Allokationstheorie, sondern eher verhaltenswissenschaftlich, so ist klar, daß die Bail-Out- und Schuldenorgien in Kombination mit hyperexpansiver Geldpolitik zu einer extremen Verunsicherung von Normalbürgern und Investoren geführt haben. Den Ansatz, dieser Unsicherheit mit weiteren staatlichen Expansionsmaßnahmen zu begegnen, halte ich für grundfalsch.

Zusammengefaßt ist der Versuch, ökonomische Knappheitsprobleme dauerhaft durch Gelddruck und Schuldscheine zu lösen, aus meiner Sicht unbegreiflich und wissenschaftlich durch nichts gedeckt.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

P.S.: Der Beitrag von Herrn Uhlig enthielt aus meiner Sicht viele bedenkenswerte Punkte. Ich bin sicher, daß wir zum Thema "Niedrigzinsen" noch viele Konferenzen bekommen werden. Leute im Maschinenraum, insbesondere Unternehmen mit betrieblicher Altersvorsorge, Banken und Versicherer, sind hiervon sehr stark betroffen.

Vorab: der Teilnehmerkreis hat sich etwas geändert. Ich habe zwei Teilnehmer auf deren Bitten gelöscht, einen hinzugefügt (Reto Cueni, Schüler von Bruno Frey und heute bei der Bank Vontobel in Zürich). Daher bitte ich künftige Beiträge als Antwort auf diese Mail zu schreiben.

Ich habe die Beiträge zu dieser Diskussion, die seit Februar 2016 läuft, in eine übersichtliche Form gebracht. Dabei habe Mails, die nur an mich und nicht an den ganzen Kreis geschickt wurden, nicht mit einbezogen. Anbei dieses Dokument als PDF.

Lieber Herr Homburg – nun zu Ihrer letzten Mail. Ich kopiere Ihren Brief hier hinein, in Stücke zerlegt, die ich dann jeweils beantworte

Homburg:

Lieber Herr von Weizsäcker,

Sie hatten in Ihrer letzten Email unsere Diskussion bilanziert. Weil Sie unterwegs waren, habe ich mir Zeit gelassen, möchte aber auch aus meiner Sicht bilanzieren. Im Kern gibt es wohl zwei Punkte, in denen Dissens besteht.

1. Lender of Last Resort: *In einem Vollgeldsystem kann es durchaus einen Lender of Last Resort geben. Bei staatlichem Vollgeld ist das evident. Bei privatem Vollgeld, wie es Herr Mayer vorschwebt, kann der Steuerzahler insolvente Banken retten. Insofern sind die Aspekte "Vollgeld vs. Kreditgeld" und "Lender of Last Resort" logisch unabhängig voneinander. Die eigentliche Streitfrage lautet, ob man einen Lender of Last Resort will. Die Antwort hängt davon ab, wie man Rezessionen einerseits und Moral Hazard andererseits gewichtet.*

CCvW: Wenn man das Vollgeld so verstehen kann, dass es mit Lender of Last Resort kompatibel ist, dann wären wir uns hier schon sehr viel näher. Auch damit kann ich leben, dass dann die Befürwortung oder Ablehnung davon abhängt, wie stark man Rezessionen (Krisen?) einerseits und Moral Hazard andererseits gewichtet.

Homburg:

Meiner Ansicht nach zeitigen die Bankenrettungen nicht nur immense volkswirtschaftliche Kosten, sondern auch gesellschaftspolitische:

a) Die Gesellschaft subventioniert Großbanken durch eine kostenlose implizite Bail-Out-Garantie in immensem Umfang. Diese revanchieren sich, indem sie das politische Geschehen beherrschen. Als Beispiel hatte ich Obamas Wahlsieg genannt, der ohne Goldman Sachs und Citigroup nicht denkbar gewesen wäre; diese beiden hatten das Gros seiner Spenden eingesammelt.

b) Eine historische Studie von Schularick deutet darauf hin, daß Rechtsradikalismus und Finanzkrisen korrelieren. Ich glaube, daß die aktuellen politischen Tendenzen in Europa Spätfolge der Finanzkrise und der seither installierten Bail-Out-Mechanismen sind. Durch EFSF, ESM und EZB ist der Boden für permanente Bail-Outs bereitet.

CCvW: ich verstehe Ihr hier vorgetragenes Argument so, dass es (mit-) begründen soll, weshalb aus Ihrer Sicht das Moral Hazard Argument gegen LofLR gewichtiger sei als das Rezessions- (Krisen-) Argument für LofLR. Wir können hier die politische Ökonomie des Kapitalismus nicht im Detail unter Verwendung historischer Daten diskutieren. Nur ganz kurz: Obamas Wahlkampfspenden kamen m.W. ganz überwiegend aus den sehr zahlreichen Kleinspenden. Sein Wahlsieg gegen McCain wurde sehr stark dadurch verursacht, dass sich die Wähler von ihm die bessere Politik gegen die Finanzkrise erhofften. Unter seiner Führung wurde die USA-Wirtschaft (und damit die Weltwirtschaft) mittels eines Fiskaldefizits in der Höhe von 10 % des BIP wieder in Schwung gebracht. Ich gestehe Ihnen zu, dass hier auch Moral Hazard Probleme entstehen. Ich denke nicht, dass die Goldman-Sachs und Citigroup-Spenden wahlentscheidend waren. Mir ist nicht bekannt, wer für den Gegenkandidaten wie viel gespendet hat. Aber das ließe sich feststellen. – Dass Rechtsradikalismus und Finanzkrisen nach Schularick korrelieren, ist ein interessantes Ergebnis. Es entspricht meiner politischen Sozialisierung in meiner Gymnasialzeit, als ich mich relativ intensiv mit der Geschichte des Nationalsozialismus beschäftigt habe. Damals meinte man (und vielleicht meint „man“ das auch heute), dass Hitler ohne die Weltwirtschaftskrise nicht an die Macht gekommen wäre. Für mich ist das ein schlagendes Argument für einen LofLR.

Wir sind wahrscheinlich auch in Sachen „Europa“ nicht gleicher Meinung. Allerdings bin auch ich der Meinung, dass die Rettungspolitik Deutschlands gegenüber Griechenland im Mai 2010 ein schwerer Fehler war. Der Wortbruch, der hier gegenüber dem deutschen Bürger seitens CDU und FDP begangen wurde, hat der AfD massiv geholfen. Und die „Stockung“, die eine Pleite Griechenlands hervorgerufen hätte, wäre durch geeignete LofLR-Maßnahmen und Deficit-Spending zu überwinden gewesen. Gerade weil es diese Möglichkeiten der Stabilisierung gab (die natürlich etwas Zeit gekostet hätte), hätte man weniger Moral Hazard Probleme in Kauf nehmen müssen als wir sie nun haben. Was ich herausstellen will, ist, dass es gerade die Möglichkeit einer flexiblen Fiskalpolitik ist, die es

erlaubt, dass man an vielen Stellen Moral Hazard Probleme vermeiden kann. Man kann eben Griechenland Pleite gehen lassen, wenn die Fiskalpolitik es möglich macht, Stockungen rasch wieder zu verflüssigen, die im Fall einer gewichtigen Pleite entstehen können. LofLR mag dann nicht alleine ausreichen. Anders gesagt: dass es Brüning aus Vertragstreue zu den Siegermächten nicht möglich war, mit einer massiven Deficit Spending Politik die Krise abzumildern, hat zu Hitlers Sieg geführt, der nun wahrhaftig massive Moral Hazard Probleme mit sich brachte. (Haben Sie einmal das prophetische Buch von Keynes gelesen (1920): "Economic consequences of the Peace"?).

Homburg:

. Realzins und Kapitalproduktivität: Ich hatte dokumentiert, daß die Kapitalkosten (WACC) in der Finanzkrise gestiegen sind und heute höher liegen als um 2000. Streitlos ist, daß die Realzinsen in den letzten Jahren gesunken sind. Also hat der Abstand zwischen $F'(K)$ und r zugenommen. Auf der anderen Seite ist die Zinsmarge der Banken, die Überwachungskosten widerspiegelt, gesunken. Dies hatte ich mit US-Daten dokumentiert, es ist aber auch hier in Europa jedem Zeitungsleser geläufig: Banken klagen über sinkende Zinsmargen und erhöhen daher ihre Gebühren.

Das resultierende Problem könnte man Productivity Premium Puzzle nennen. Es ähnelt dem Equity Premium Puzzle. Mein Erklärungsangebot besteht in einer Kreditrationierung der Unternehmen, die einerseits nur beschränkt Fremdkapital erhalten, andererseits aufgrund der bekannten agency Probleme nicht einfach zusätzliches Eigenkapital einwerben können. Eine Alternativerklärung dafür, warum ein Zustand mit realen WACC um 10 Prozent und einem Realzins von 0 Prozent ein Gleichgewicht sein könnte, ist mir nicht bekannt. Zinsmargen erreichen nicht diese Höhe und sind in letzter Zeit gesunken.

Wirtschaftspolitisch gewendet besteht der Kernfehler der Schuldenstaaten, die auch 7 Jahre nach der Rezession riesige Defizite fahren, in der Annahme, die volkswirtschaftlichen Kosten der Staatsverschuldung würden durch den Realzins gemessen. Bei Kreditrationierung ist das eben nicht der Fall. Beim Crowding Out kommt es nicht auf r an, sondern auf $F'(K)$. Die Grenzproduktivität mißt den Outputverlust, wenn private Investitionen durch staatliche Defizite verdrängt werden. Keynesianische Beschäftigungsargumente werden in der Literatur nur mit kurzfristigen Preisstarrheiten begründet; wir reden hier aber über "säkulare" Probleme, bei deren Analyse die Annahme starrer Preise methodisch verfehlt ist.

Argumentiert man schließlich nicht im engen Korsett der Allokationstheorie, sondern eher verhaltenswissenschaftlich, so ist klar, daß die Bail-Out- und Schuldenorgien in Kombination mit hyperexpansiver Geldpolitik zu einer extremen Verunsicherung von Normalbürgern und Investoren geführt haben. Den Ansatz, dieser Unsicherheit mit weiteren staatlichen Expansionsmaßnahmen zu begegnen, halte ich für grundfalsch.

Zusammengefaßt ist der Versuch, ökonomische Knappheitsprobleme dauerhaft durch Gelddruck und Schuldscheine zu lösen, aus meiner Sicht unbegreiflich und wissenschaftlich durch nichts gedeckt.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

CCvW: Hier kommen wir uns offensichtlich nicht näher. Ich hatte in früheren Mails Sie davon zu überzeugen versucht, dass auch angesichts von Kreditrationierung r das korrekte Preissignal für die volkswirtschaftliche „Mehrergiebigkeit längerer Produktionsumwege“ ist. Ich will das hier nicht wiederholen. Kurz gesagt: die Beleihungsgrenzen fallen nicht vom Himmel. Die Banken optimieren diese Beleihungsgrenzen, wobei sie Ressourcen aufwenden, um die richtigen Schuldner zu finden und die richtige Beleihungsgrenze beim gewinnoptimierenden Zinssatz zu ermitteln. Die volkswirtschaftlich durchschnittliche Beleihungsgrenze ist konjunkturabhängig. Die Vorfinanzierung von Aufträgen gelingt den Kreditnehmern seit Jahrtausenden mit großer Regelmäßigkeit bei sehr hohen Beleihungsgrenzen – und wenn die Bank es nicht macht, gibt es Forfaitierungsunternehmen, die für einen entsprechend hohen Zins Kredit gegen die Abtretung von fest erwartbaren Einnahmen geben. Das ist einer der Gründe dafür, dass die staatliche Stimulierung von Nachfrage durch Kreditaufnahme dann positiv auf die private Kreditaufnahme wirkt, wenn a) keine Vollauslastung der vorhandenen Produktionskapazitäten vorliegt und wenn b) der Fiskus ein hohes Schuldenrating besitzt.

Ich bestreite nicht, dass es ein Crowding Out von privaten Investitionen durch staatliche Defizite geben kann. Aber dieses Crowding Out ist dann nicht gegeben, wenn die Kreditrationierung dazu führt, dass die Kapazitäten schlecht ausgelastet sind und die Arbeitslosigkeit hoch ist.

Dazu aber noch folgendes: Dort, wo die Vermietbarkeit von Immobilien zu kostendeckenden Mieten unproblematisch ist, sind die Banken bereit, sehr hohe Beleihungsgrenzen (z.B. 80 %) einzuräumen. Anders wären ja die Immobilienblasen nicht zu erklären, die selbst ein Indikator für Realkapital mit negativer Grenzproduktivität sind. Wenn heute in Deutschland die Zinsmargen bei der Immobilienfinanzierung sehr niedrig sind, dann ist jedenfalls für das überwiegende Gros des Realkapitals, also für Immobilien, das Preissignal des Kapitals weit unter den von Ihnen zitierten WACC-Werten. Für einen Kredit mit der Sicherheit einer Münchner Immobilie auf 5 Jahre fest zahlt man heute kaum mehr als 1 % p.a. – und das bei einer hohen Beleihungsgrenze. An der Kreditzurückhaltung der Banken kann die Münchner Wohnungsknappheit nicht liegen. Auch Eigenkapital strebt aus aller Welt in Münchner oder Hamburger oder Berliner Immobilien. – Selbst wenn ich also meine Berechnungsmethode der Mehrergiebigkeit längerer Produktionsumwege (mit Ergebnis = r) zurückstelle und auf Ihre Methode einschwenke, gilt für fünf Sechstel des Realkapitals (wertmäßig gerechnet) – also für Immobilien – dass ihr WACC völlig irrelevant ist. Für diese fünf Sechstel gilt als Indikator für die Mehrergiebigkeit r +Zinsmarge-Kreditausfälle alles pro Jahr gerechnet. Das ist in Deutschland heute allenfalls 1-2 % p.a.

Bleibt die Finanzierung von fixem Kapital in der Form von Anlagen und Maschinen. Die diesbezüglichen Investitionen sind wenig zinsempfindlich, weil die Payback-Periode viel kürzer ist als bei Immobilien. Investitionen in Anlagen und Maschinen werden möglicherweise von einem WACC-Test seitens der Finanzchefs der Unternehmen begleitet. Wenn hier eine Rendite von 10 % p.a. verlangt wird, dann ist aber gerade wegen der geringen Zinsempfindlichkeit das Investitionsvolumen nicht wesentlich anders als es dies bei einer geringeren WACC wäre. Es geht hier also allenfalls ein kleiner volkswirtschaftlicher Betrag wegen eines „falschen“ Preissignals verloren. Für den Euro-Raum

ist dieser Kalkül heute ohnehin irrelevant, denn hier gibt es massive Überkapazitäten und hohe Arbeitslosigkeit. Und daher führt aus oben dargelegten Gründen eine zusätzliche Staatsverschuldung in Deutschland oder Österreich nicht zu einem Crowding Out von privaten Investitionen; vielmehr würde vermehrte Nachfrage aus Mitteleuropa mitsamt etwas höherer Euro-Inflationsrate zu mehr privaten Investitionen in Frankreich und Italien führen.

Das aber führt mich zu Ihrem Argument, dass Preisstarrheiten bei einer Analyse „säkularer“ Probleme nichts zu suchen haben. Dies halte ich für einen der ganz großen Irrtümer der Chicago-Schule mit ihrem herkömmlichen Ansatz, alle Gütermärkte mit perfect competition zu modellieren (Friedman). Wir leben in einer arbeitsteiligen Wirtschaft. Diese führt zu dem, was ich Marktasymmetrie nenne (hier wiederhole ich, was ich früher schon gelegentlich geschrieben habe): $p > GK$; aber zweites Gossensches Gesetz, also Preis = Grenznutzen des Gutes geteilt durch Grenznutzen des Geldes. Das kann man gut erklären durch den Transaktionskostenansatz von Coase. Wenn schon Chicago, dann Coase und nicht Friedman. Dann aber gilt das, was ich in dem angehängten Papier aus dem List-Forum darstelle: Keynes-sches Unterbeschäftigungsgleichgewicht ist möglich. Ich zeige darin, dass dieses ganz wesentlich auf dieser Marktasymmetrie beruht, die in der Form der Preisstarrheit auch Eingang in Neo-Keynesianische Modelle gefunden hat. Aber die Preisstarrheit in der kurzen Frist ist nur Symptom für das viel fundamentalere Phänomen der Marktasymmetrie, die ihrerseits auf das noch fundamentalere Phänomen der Arbeitsteilung zurückgeht. In dem List-Forum-Paper zeige ich, dass bei einer hypothetischen umgekehrten Marktasymmetrie das Problem der mangelnden effektiven Nachfrage nicht auftauchen würde, wohl aber dann ein Problem mangelnden effektiven Angebots. Details im Paper, insbesondere S.252-255.

Wenn Sie also die „säkularen“ Probleme als behandelbar ansehen, ohne auf „Preisstarrheit“ zurück zu greifen, kann es bei Ihnen ein Keynes-sches Unterbeschäftigungsgleichgewicht gar nicht geben. Das ist wohl der Grund, dass Sie fast automatisch dazu kommen, dass jede zusätzliche schuldenfinanzierte Staatsnachfrage zu einem Crowding Out von privaten Investitionen führt.

Aber Sie stehen damit natürlich nicht allein. Viele Fachkollegen, insbesondere im deutschsprachigen Bereich, denken hier ähnlich. Wenn ich zum Beispiel Hans Werner Sinn in der „Zeit“ vom 14. April schreiben sehe: *„Das ist das grundsätzliche Problem der makroökonomischen Politik, sei sie nun fiskalischer oder geldpolitischer Natur: Stets greifen die Maßnahmen nur kurzfristig. Das liegt zum einen daran, dass eine Staatsverschuldung zwar staatliche Nachfrage nach Gütern und Leistungen von der Zukunft auf die Gegenwart zieht, sie aber in der Summe der Jahre nicht vergrößern kann. Jede Schuld muss ja bedient oder getilgt werden, was der Wirtschaft künftig so viel Stimulierung entzieht, wie sie heute hinzubekommt. Man kann schon wegen dieses trivialen Effektes keine dauerhafte Konjunkturbelebung erzeugen. Und wenn die Bürger dies durchschauen und misstrauisch werden, dann kommt es nicht einmal kurzfristig zu solch einer Belebung.“* – dann geht das ja in dieselbe Richtung wie Ihr Statement. Es besteht dann ein tiefer Graben zwischen denen, die ein langfristig stabiles Unterbeschäftigungsgleichgewicht für möglich halten (zu denen ich gehöre) und denen, die das für nicht möglich ansehen. Für Ihre „Partei“ gilt „Barro-Ricardo“, mithin $r > g$. Für meine „Partei“ gilt „Keynes“ und, was den natürlichen Zinssatz betrifft, in der jüngeren Zeit $r < g$, ja, wie ich seit 2010 „predige“: $r < 0$. Für mich ist der Effekt, den Sinn beschreibt, weder „trivial“ noch auch nur realitätskonform.

Zu Ihrem Schlusssatz (Zusammengefasst ist der Versuch, ökonomische Knappheitsprobleme dauerhaft durch Gelddruck und Schuldscheine zu lösen, aus meiner Sicht unbegreiflich und wissenschaftlich durch nichts gedeckt.). Ich war 14 Jahre alt, als mein Vater, der ja nicht Ökonom war, mir in ganz groben Umrissen die Theorie von Keynes erzählte (1952). Es war die Zeit des Erhard – schen Wirtschaftswunders. Ich fand den Keynes völlig unplausibel, trat in die Junge Union ein wegen Ludwig Erhard. Auch während meines Studiums ua bei Karl Schiller und dann bei meinem Doktorvater, dem Keynesianer Gottfried Bombach, konnte mich Keynes nicht wirklich überzeugen, obwohl ich ihn inzwischen auszugsweise gelesen hatte. Erst, als ich nach meiner Promotion 1962 ans MIT kam und Samuelson, Solow, Modigliani, Domar, Rosenstein-Rodan, Kindleberger und Haberler begegnete, anschließend dann in Cambridge Frank Hahn und Kaldor, begann ich Keynes ernst zu nehmen. Aber ihn wirklich zu verstehen, bildete ich mir nicht ein. Und so ließ ich ihn eigentlich links liegen. Gespräche (1970) mit meinem damaligen Studenten Martin Hellwig machten mir klar, dass ich da einfach noch dazu zu lernen hatte. Ich bin dann forschungsmäßig in die Mikroökonomie abgewandert. Durch sie, insbesondere durch meine angewandte Arbeit in der Industrieökonomie und durch die Gespräche mit Leuten wie Frank Fisher, Peter Diamond, Jim Mirrlees, Joe Stiglitz, George Akerlof, sowie durch die Lektüre von Hayek, Coase, Stigler kam ich zum Verständnis davon, was das Problem war, das das Marktsystem zu lösen hatte, das Problem unvollkommener Information. Und Hayek und Stigler führten mich zu Adam Smith mit seinem genialen ersten Satz: die Hauptquelle des Wohlstands ist die Arbeitsteilung. Wenn dieser Satz richtig ist (was immer eine solche Aussage eigentlich bedeuten möge), dann muss die Arbeitsteilung sich in den konkreten Strukturen des Wirtschaftens niederschlagen. Das aber tut sie in der genannten Form der Marktasymmetrie. Wir verpassen damit die Weisheit des Satzes von Adam Smith, wenn wir Makroökonomie mit perfect competition-Märkten betreiben. Es gibt wenigstens zwei ökonomische Knappheitsprobleme: 1. die Knappheit der Ressourcen und 2. die Knappheit verfügbarer, nützlicher Information. Geld ist ein wichtiger Problemlöser für die zweite Knappheit, das wissen wir seit Carl Menger. Geld verliert diese Funktion, wenn davon zu viel da ist. Aber es mindert sich seine Funktionsfähigkeit auch, wenn zu wenig davon da ist. Alles wohlbekannt. Aber es bedeutet, dass es nicht so einfach ist, die richtige Menge an Gelddrucken zu finden. Wenn es Keynes-sche Unterbeschäftigungsgleichgewichte geben kann, dann kann ein Mehr an Gelddrucken und staatlichen Schuldscheinen unter gewissen Bedingungen richtig sein, um von einem schlechten Gleichgewicht zu einem guten Gleichgewicht zu kommen.

Herzliche Grüße

Carl Christian von Weizsäcker

