

Makro-Runde 1. -21. Juni 2016

1. Juni 16

Lieber Herr Fischer, lieber Herr Homburg,

bei der Interpretation der Kreditrestriktion stimme ich Ihnen zu. Letztlich ist das Eigenkapital der Banken der Engpassfaktor für die Kreditvergabe und nicht die Liquidität. Zusätzliche Liquidität oder auch Negativzinsen auf Zentralbankeinlagen werden die Kreditvergabe deshalb kaum wiederbeleben. Grund für die Kreditrestriktion ist nämlich, dass die Banken ihre höheren Eigenkapitalquoten durch eine Reduzierung der Risikoaktiva versuchen zu erreichen, anstatt die Eigenkapitalquoten durch Aktienemission oder Einbehaltung von Gewinnen zu erhöhen (siehe dazu auch die Analyse aus unserem [IW-Bankenmonitor](#) aus dem letzten Jahr). Die USA nach 2008 und Schweden in den 1990ern hatten dieses Problem nicht, da sie ihre Banken konsequenter rekapitalisiert haben.

Die Interpretation der Kreditrestriktion erklärt auch, warum die Banken im Euroraum weiterhin in Staatsanleihen investieren anstatt im gleichen Umfang Kredite an Unternehmen zu vergeben. Denn für die Engagements in Staatsanleihen müssen sie kein Eigenkapital aufwenden (Risikogewicht = 0), während sie für die Unternehmenskreditvergabe Eigenkapital aufwenden müssen.

Mit besten Grüßen,

Markus Demary

Lieber Herr Demary,

für die derzeitige Situation stimme ich völlig zu, habe auch durchweg insistiert, dass die Lage um die Jahreswende 2011/12 und jetzt eine gänzlich andere ist. Ich sehe in dem, was seit Herbst 2014 geschieht, einen Versuch der Instrumentalisierung des Finanzsektors zur Belebung der Makroökonomie und halte das für problematisch (i) aus ordnungspolitischen Gründen und (ii) weil zu erwarten ist, dass die Probleme des Finanzsektors dann bald wieder hochkommen werden.

Dass man in der EU und vor allem auch in Deutschland sich 2008 um eine angemessene Rekapitalisierung gedrückt hat, sehe ich auch als großes Versäumnis. Eine erhebliche Mitschuld tragen die Länder, die natürlich nicht gerne die fiskalischen Kosten ihrer außerparlamentarischen Finanzierungsinstitute offenlegen. Eine Mitschuld trägt aber auch der Bund, der Hilfe brachte, ohne genügend Mitverantwortung zu übernehmen.

In meinem ersten Text vergangene Woche erwähnte ich den Vorschlag von Admati et al. (2012), die Banken zu einer Rekapitalisierung zu zwingen, wobei das Argument, es geben nicht genug Geld

dafür, deutlich an Gewicht verliert, wenn die Mittel unmittelbar wieder im Markt investiert werden. Dieser Vorschlag würde das zugrundeliegende Problem unmittelbar auf der Ebene der Bestandsgrößen angehen und sich auf das Prinzip Hoffnung setzen, dass man das mit der Zeit über die Strömungsgröße Gewinneinbehalten wieder hinbekommt.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Liebe Diskussionspartner Fischer, Homburg, Demary

1. Mein Eindruck ist nicht, dass Investitionen in Deutschland mehr als früher durch Kreditverweigerung gehemmt werden.
2. Die Zinspolitik der EZB führt zu einem geringeren Wechselkurs des Euro. Das stimuliert Exporte und hemmt Importe. Insofern hat sie einen konjunkturstimulierenden Effekt. Und die Deflationsgefahr ist wegen der Terms of Trade geringer, was die Investitionsbereitschaft anregt.
3. Es liegt sehr, sehr viel Geld brach, das ohne jede Kreditaufnahme investiert werden könnte. Es könnte jederzeit in die Lücke springen, wenn jemand wegen Kreditverweigerung nicht investieren kann. Aber das passiert nur selten. Die entsprechenden Lücken muss man mit der Lupe suchen.
4. Warum erhöhen die Banken nicht ihr Eigenkapital? Die Soll-Haben-Zinsmarge ist für die Banken unattraktiv. Wie bei den Milchbauern verdirbt ein Kreditüberangebot das Geschäft. Die Sparkassen und Volksbanken sind doch heilfroh um jeden solventen Kunden, der einen Kredit beantragt; daher die geringe Marge.

Beste Grüße

Carl Christian von Weizsäcker

Lieber Herr von Weizsäcker,

meine Argumentation basierte auf dem Euroraum. Nach dem Survey on Access to Finance der EZB ist die Kreditrestriktion für Deutschland in der Tat eher gering. Für die südlichen Länder sind die Kreditrestriktionen aber sehr hoch. Die systemrelevanten Banken in diesen Ländern zeigten ein sehr starkes De-Leveraging.

Für die schleppende Kreditentwicklung ist die geringe Investitionsnachfrage mitverantwortlich. In den Südländern ist diese auf die unvollendete Bilanzrezession zurückzuführen. Für die dort ansässigen Unternehmen hat die Schuldentrückführung Vorrang vor Investitionen. Bei den deutschen Unternehmen zeigt sich stattdessen ein Aufbau von Forderungsvermögen anstelle von Sachvermögen, der möglicherweise auf ein rationales Abwarten zurückzuführen ist. In Zeiten von kontinuierlich nach unten korrigierten Wachstumsprognosen sind Sachinvestitionen riskanter als in wachstumsstärkeren Zeiten. Da die Unternehmen in Deutschland in den letzten

Jahren ihre Eigenkapitalbasis gestärkt haben, ist eine weitere Zinssenkung für ihre Investitionsentscheidungen möglicherweise gar nicht mehr entscheidungsrelevant.

Der Zinskanal und Bankkreditkanal wirken möglicherweise deshalb nur eingeschränkt als Transmissionswege der Geldpolitik. Daher die Relevanz des Wechselkurskanals für die EZB. QE wirkt möglicherweise in kapitalmarkt-basierten Finanzsystemen, wie den USA, effektiver als in bank-basierten Finanzsystemen, wie dem Euroraum und Japan.

Mit besten Grüßen,

Markus Demary

2.6.2016

Liebe alle,

auch ich bin ein Novize in dieser Runde (Danke, Herr von Weizsäcker, für die Einladung, hier teilzunehmen) und habe seit Ende Mai die Diskussion zwischen Herrn Hellwig und Herrn Homburg und die sich daraus ergebenden Wortmeldungen mit großem Interesse verfolgt.

In einem kurzen Beitrag (siehe Anlage) geht es mir um drei Themenbereiche, die in dieser Diskussion eine Rolle gespielt haben:

Entsprechen die monetären Entwicklungen (Geldbasis, Multiplikator, Geldmenge, Inflation), die wir im Zusammenhang mit LTROs und OMT gesehen haben, dem Lehrbuch?

Ja.

Ist QE kein geldpolitisches Instrument, sondern ein bailout Programm?

Es ist Geldpolitik.

Wann ist der geldpolitische Zins zu niedrig?

Wenn der geldpolitische Zins unter dem natürlichen Zins liegt und folglich Inflation entsteht.

Mit besten Grüßen,

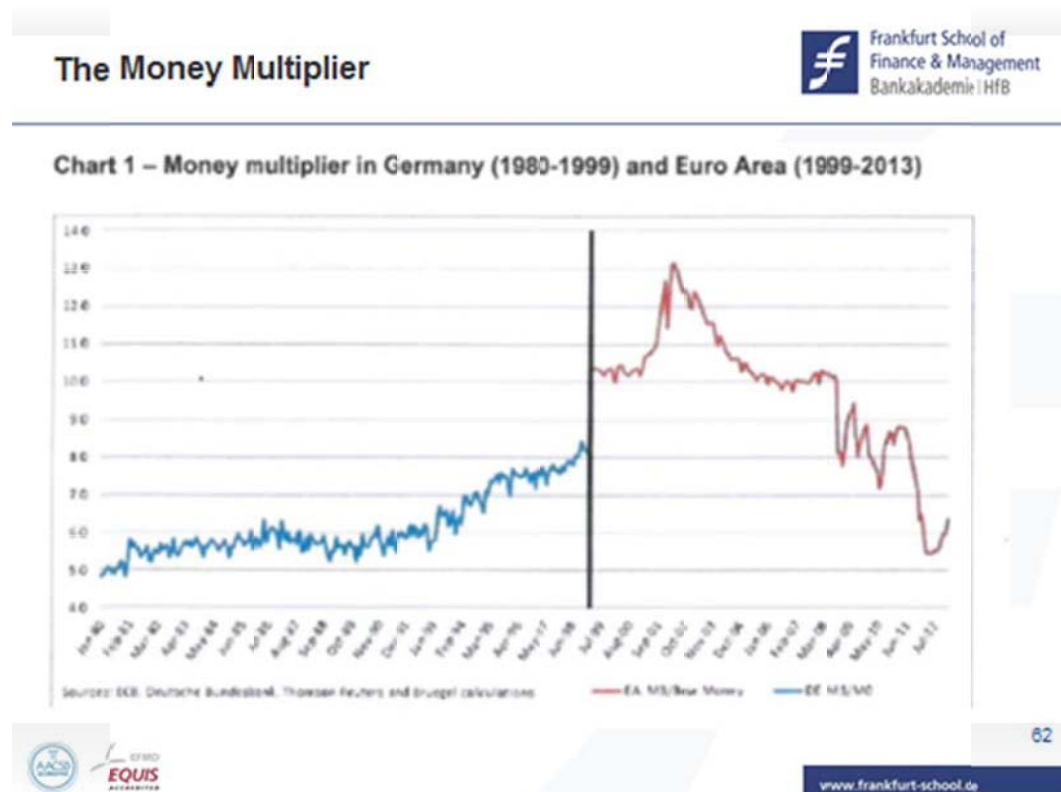
Adalbert Winkler

LTROs, OMT, QE und „Niedrigzinsen“

LTROs und OMT

In der Diskussion mit Herrn Hellwig vertritt Herr Homburg die These, dass die Entwicklung von Überschussreserven, Zinsen und Inflationsrate in den Jahren der LTROs mit dem Lehrbuchmodell

unvereinbar sind. Ich sehe das anders: die LTROs und ihre Wirkungen entsprechen dem Lehrbuch. Eine systemische Finanzkrise, wie wir sie 2011/2012 in der Eurozone hatten (und dabei ist es zunächst unerheblich, ob sie vom Banken- oder vom Staatsschuldenmarkt ausgeht), ist gleichbedeutend mit einer Überschussnachfrage nach Zentralbankgeld (Bargeld und Reserven – Schwartz, A. (1987, <http://www.nber.org/chapters/c7506.pdf>)). In der Sprache des Geldmengenmultiplikators: die Geschäftsbanken wollen einen geringeren Multiplikator (siehe Abbildung).



Es gibt jetzt zwei Möglichkeiten:

Befriedigt die Zentralbank die Nachfrage nicht, steigt der (Real-)Zins und sinkt die Inflationsrate (bzw.

es kommt zur Deflation). Der Mechanismus ist klassisch: der Multiplikator sinkt und bei gegebener Geldbasis sinkt die Geldmenge. Quantitätstheoretische Überlegungen führen dann zu dem Ergebnis, dass die Inflation bzw. das Preis niveau fällt. Das war auch das Ergebnis des geldpolitischen Handelns

der Fed 1929 – 1933, das Friedman und Schwartz so vehement kritisierten. Ihre Kritik richtete sich dabei gegen die Fehlinterpretation der Überschussnachfrage nach Reserven als potentielle Inflationsgefahr (Calomiris 1993, <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.7.2.61>) als auch

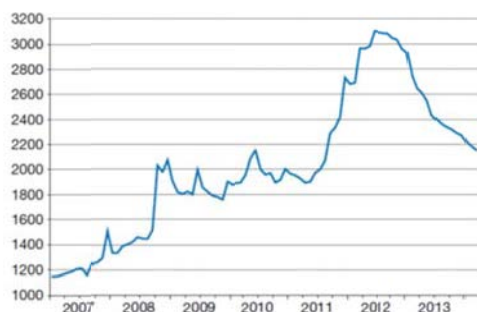
gegen die Fehlinterpretation geldpolitischer Eingriffe als „bailout“ (Friedman und Schwartz 1965, <http://www.nber.org/chapters/c9280.pdf>).

Die zweite Option ist, dass die Zentralbank handelt, d.h. sie befriedigt diese Überschussnachfrage. Die EZB hatte dies bereits in der globalen Finanzkrise über die Vollzuteilungspolitik getan und hat dies dann in der Eurokrise mit den LTROs in anderer Form wiederholt. Indem sie diese Nachfrage befriedigt, steigen die Überschussreserven. Damit steigt die Geldbasis und die Geldmengenentwicklung bleibt trotz fallenden Multiplikators stabil. Gleichzeitig wird die Überschussnachfrage auf dem Geldmarkt nach Zentralbankgeld abgebaut, so dass die Zinsen sinken. Beides sorgt dafür, dass der Inflationsrückgang gestoppt bzw. eingedämmt wird.

Mit der OMT Ankündigung haben die Banken mit Überschussliquidität dann verstanden, dass ihre Panik, dass Banken, denen sie am Geldmarkt Kredit gegeben haben, eventuell ihre Staatsanleihen nicht mehr verkaufen können – die Banken also illiquide werden könnten, gegenstandslos ist. Sie sind daher auf den Markt zurückgekehrt, haben die Kreditvergabe an die Defizitbanken wieder aufgenommen und entsprechend Überschussreserven abgebaut. Folglich wuchs die EZB Bilanz unter den LTROs zunächst dramatisch an, um dann nach dem OMT wieder fast auf das Niveau des Jahres 2010 zu fallen (siehe Abbildung unten, eine ausführlichere Darstellung findet man hier:

<http://archiv.wirtschaftsdienst.eu/jahr/2014/7/dauerkritik-an-der-europaeische-n-zentralbank-falsch-angewendete-theorie-untergraebt-vertrauen-in-die/>).

Abbildung 2
EZB-Bilanzsumme
in Mrd. Euro



Quelle: FRED Blog: <http://fredblog.stlouisfed.org/>, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Der Multiplikator erholte sich also wieder und die Geldbasis ging zurück. Die Vorgänge in den Jahren 2008/2009 und 2011/2012 entsprechen demnach dem Lehrbuch. (Insgesamt war der Effekt aber immer noch restriktiv, was unter anderem Bob Hetzel dazu veranlasste, die EZB aus einer monetaristischen Sicht für ihre zu restriktive Geldpolitik zu kritisieren, https://fraser.stlouisfed.org/docs/historical/frbrich/wp/frbrich_wp13-7r.pdf)

Zusammengefasst: die LTROs haben die Panik im Euro-Geldmarkt aufgefangen, die OMT-Ankündigung hat dafür gesorgt, dass die Panik aus dem Markt wich. Es handelt sich also bei beiden Programmen um Instrumente zur Stabilisierung des Finanzsystems. Gleichzeitig waren es aber

geldpolitische Instrumente, die dem Ziel Preisstabilität dienten, weil Finanzstabilität in dieser

Situation nicht nur nicht im Widerspruch zum Ziel Preisstabilität stand, sondern Voraussetzung und Mittel war, Preisstabilität zu gewährleisten. Friedman und Schwartz haben das klar herausgearbeitet. Deshalb stehen beide Programme in Einklang mit dem Mandat der EZB (dessen enger Bezug auf Preisstabilität ja wesentlich auf monetaristische Überlegungen zurückgeht).

Quantitative easing

Quantitative easing, wie es die EZB seit Januar bzw. März 2015 betreibt (und die Fed seit Mitte 2009 bis 2014 betrieb), ist eine unkonventionelle geldpolitische Maßnahme, die keinen Finanzstabilitätsbezug hat. Sie ist darin begründet, dass angesichts der Nullzinsgrenze die Zentralbank die Nominalzinsen nicht (erheblich) unter Null senken kann. [Insofern stimme ich Herrn Homburg zu, dass die jüngste Bilanzausweitung von der EZB initiiert wurde und wird, d.h. sie „kausal“ ist, indem sie die Wertpapierkäufe vornimmt. Natürlich hat Herr Hellwig recht, dass es *two for tango* braucht, die Banken also die von ihnen gehaltenen Papiere freiwillig verkaufen und damit eine Nachfrage nach Überschussreserven artikulieren (es handelt sich bei QE nicht um *financial repression*). Aber ich betrachte QE von der Intention her anders als die LTROs und OMT: während letztere dazu dienen, der Überschussnachfrage nach Reserven zu begegnen, geht es bei QE darum, ein Überschussangebot zu erzeugen, also über ein quantitatives Signal das nicht mehr mögliche Zinssignal zu ersetzen.] Dies wird als notwendig erachtet, weil derzeit das Ziel Preisstabilität in erheblichem Maße verletzt wird (was 2011 nicht der Fall war). Verletzt wird zumindest das Ziel, das noch vor wenigen Jahren völlig unumstritten war, nämlich knapp unter 2% in der mittleren Frist. QE ergibt sich also allein aus dem Preisstabilitätsmandat der EZB.

Ob es mit QE gelingt, diesem Mandat effektiv gerecht zu werden, ist eine andere Frage – und in den jüngsten Runden der Diskussion, z.B. in dem Beitrag von Herrn Demary, gab es ja Hinweise, warum dies schwierig ist. Darüber kann man auch gut diskutieren. Aber in der deutschen Diskussion geht es kaum bzw. gar nicht um die Wirksamkeit von QE (denn dann würden Alternativvorschläge vorgelegt werden, mit denen die EZB ihr Ziel besser erreichen könnte), sondern um seine Intention.

Herr Homburg schreibt in diesem Zusammenhang: „Das einzige, was die EZB [mit QE] tatsächlich schafft, ist ein gigantischer Bailout Latein-Europas.“ Diese These wird in Deutschland oft vertreten. Aber immer wenn ich sie lese, frage ich mich: wenn dem so ist, wen haben die Federal Reserve, die Bank of England und die Bank of Japan, die viel früher und massiver als die EZB QE betrieben, mit ihrer Geldpolitik vor dem Konkurs bewahrt? Selbst für die Schweiz, die ja ebenfalls eine erheblich Aufblähung ihrer Bilanz hinnahm, ist zu fragen: Wollte die schweizerische Notenbank mit dieser Bilanzausweitung auch jemand vor dem Konkurs retten, und wen? Oder spiegelt die Bilanzausweitung der SNB den Versuch wieder, ein legitimes geldpolitisches Ziel zu erreichen, nämlich die Wechselkursstabilisierung? (Dass sie das nicht erreicht hat, ist eine andere Sache. Mir geht es um die Frage, ob QE ein geldpolitisches Instrument ist). Und ist nicht Preisstabilität (und Vollbeschäftigung) das Ziel, das Fed und BoE über QE erreichen woll(t)en? Oder ist QE in den USA und England ein geldpolitisches Instrument, und kein Bailout, während es in der Eurozone kein geldpolitisches Instrument, aber ein Bailout ist? Dann wäre es interessant, die Gründe für diese Differenz zu erfahren. Dabei kann die Tatsache, dass die Geldpolitik in der Eurozone keinen (solventen) Zentralstaat als counterpart hat, keine Rolle spielen, weil wir im vollem Bewusstsein, dass dem so ist der EZB den primären Auftrag gegeben haben, Preisstabilität zu sichern. (Zudem lehnen – soweit ich das sehe – ja gerade Kolleginnen und Kollegen, die die Auffassung von Herrn Homburg teilen, es aus ökonomischen Gründen ab, Schritte in Richtung eines solchen Staates in Europa zu unternehmen (unabhängig davon, ob das politisch möglich ist oder nicht)).

Berücksichtigt man also das Wesen von Finanzkrisen (Herr Hellwig hat auf Gary Gorton verwiesen),

die geldpolitischen Implikationen, die sich aus dem lender of last resort ergeben sowie die Zusammenhänge zwischen Geldbasis und Geldmenge in einer Finanzkrise wird deutlich, dass die EZB

(wie auch die anderen westlichen Notenbanken) im Grundsatz den seit Thornton und Bagehot gültigen Leitsätzen für eine erfolgreiche Zentralbankpolitik in einer Finanzkrise und den von Friedman und Schwartz als geldpolitische Lehre aus 1929 – 1933 herausgearbeiteten Zusammenhängen von Geldbasis und Geldmenge gefolgt sind. Es ist nur eben so, und Herr Hellwig hat dies in seiner Mail vom 22. 5. ausführlich thematisiert, dass in der mainstream Diskussion in Deutschland über die EZB-Geldpolitik (Herrn Braunbergers Blog nehme ich da ausdrücklich aus) der Kern von Finanzkrisen, die Idee eines lender of last resort, die Finanz- und Wirtschaftsgeschichte von 1929-1933 und die von Friedman und Schwartz herausgearbeiteten geldpolitischen Konsequenzen bei der Bewertung der EZB-Politik keine Rolle spielen, und stattdessen moral hazard zum alles überragenden Thema erhoben wird.

Niedrigzinsen

Vor diesem Hintergrund möchte ich mit wenigen Bemerkungen zu den Niedrigzinsen schließen. Was ist der Maßstab für einen von der Geldpolitik zu niedrig gesetzten Zins? Angefangen von Wicksell und Hayek, über Keynes und Friedman, haben Ökonomen – so habe ich es bisher zumindest verstanden - übereinstimmend wie folgt formuliert: der geldpolitische (monetäre) Zins ist zu niedrig, wenn er unter dem natürlichen Zins liegt, definiert als der Zins, der Ersparnis und Investition ins Gleichgewicht bringt (bei Keynes: unterhalb des neutralen Zins, der Vollbeschäftigung und Preisstabilität kennzeichnet).

Nun ist der natürliche Zins nicht zu beobachten. Das heißt aber nicht, dass wir „nichtmonetäre Ursachen für die Höhe der Kreditzinsen von monetären kaum unterscheiden“ können, wie Thomas Mayer schreibt (<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/mayers-weltwirtschaft/mayers-weltwirtschaft-die-ezb-ist-auf-dem-irrweg-14220400.html>). Denn die oben genannten Ökonomen liefern das Kriterium, wann der geldpolitische Zins unter dem natürlichen Zins liegt: Inflation. Genau deshalb wurde die EZB-Politik in den letzten Jahren in Deutschland auch immer wieder heftig kritisiert: der Zins ist zu niedrig und deshalb wird Inflation einsetzen (<http://archiv.wirtschaftsdienst.eu/jahr/2014/7/dauerkritik-an-der-europaeischen-zentralbank-falsch-angewendete-theorie-untergraebt-vertrauen-in-die/>). Dies ist aber bekanntlich nicht eingetreten. Folglich muss der natürlich Zins gesunken bzw. sehr niedrig sein.

Warum ist dann der natürliche Zins so niedrig? Es gibt eine Reihe von Gründen. Ein möglicher Grund ist der, den Herr Demary in die Debatte eingeführt hat, nämlich dass Eigenkapital der restriktive Faktor der Kreditvergabe der Banken ist. Das bedeutet doch: Investitionen, die sonst über die Kreditvergabe der Banken finanziert worden wären, finden nicht oder nicht in dem Maße wie sonst statt. Bei gegebener Ersparnis senkt dies den natürlichen Zins. Ein weiterer Grund ist die Fiskalpolitik: wenn die Eurostaaten insgesamt eine – gegeben die Konjunkturentwicklung – restriktive(re) Finanzpolitik betreiben, dann hat dies – alles andere unverändert – ebenfalls die Konsequenz, dass der natürliche Zins sinkt. Und wenn Deutschland hohe Leistungsbilanzüberschüsse erzielt, also mehr spart als investiert, ist das – alles andere unverändert – ein Zeichen dafür, dass Deutschland als Gesamtwirtschaft innerhalb der Eurozone keinen Beitrag leistet, der zu einem Anstieg des natürlichen Zinses führen könnte.

Aus einem Rückgang des natürlichen Zinses ergibt sich aber nicht die Implikation, Geldpolitik einzustellen. Sie hat weiter das Mandat Preisstabilität zu erfüllen, unabhängig davon wie hoch oder

niedrig der natürliche Zins ist. Oder anders formuliert: natürlich könnte die Geldpolitik einen höheren positiven Realzins zulassen. So haben die Notenbanken in der Großen Depression auch gehandelt. Nur war dieser hohe Realzins nicht mit Preisstabilität (und auch nicht mit Wachstum und Vollbeschäftigung) vereinbar. Und deshalb haben wir den Zentralbanken den Auftrag gegeben, Preisstabilität als primäres Ziel zu verfolgen.

Ein geldpolitisch induzierter Niedrigzins ist zu diagnostizieren, wenn Inflation eintritt und die Notenbank nicht (oder nur unzureichend) den Zins erhöht. Im Moment erhöht die Fed den Zins, um einen solchen Niedrigzins zu verhindern. Falls die EZB, aus welchen Gründen auch immer, in einer ähnlichen Konstellation (gegeben die unterschiedlichen Mandate), dies nicht tun sollte, dann haben wir eine „Niedrigzinspolitik“.

3.6.2016

Lieber Herr von Weizsäcker,

aufgrund einer Reise kann ich Ihren Brief an mich erst jetzt beantworten.
Ich beschränke mich auf zwei Punkte:

1. Enteignungsgefahren: Hier stimmen wir vollkommen überein. Derzeit wird über finanzielle Repression, Mietpreisbremse etc. schleichend enteignet. Nach Zusammenbruch der Eurozone sind auch "robustere" Maßnahmen vorstellbar. Diese betreffen aber nicht nur Land, sondern auch Realkapital, das hauptsächlich aus Gebäuden besteht, und sogar Gold, wie Roosevelts Goldbesitzverbot beweist.

2. Bodenpreisanstieg: Sie fragen sich (und mich), ob eine etwaige "Übersparnis" durch steigende Bodenpreise aufgesogen werden könne. Dieser Mechanismus verhindert nach meinem Dafürhalten eine sonst denkbare Überakkumulation von Kapital. Ich biete hierzu folgende Evidenz an:

a) Im Jahre 2000 betrug der Bodenwert in den USA \$9600 Mrd. Er stieg innerhalb von nur 6 Jahren auf \$19100 Mrd. (für unsere US-Leser: knapp 20 trillion dollars).

b) Allerdings war diese ungeheure Wertsteigerung nicht Folge einer Übersparnis, sondern eines Kreditbooms. Nach dem Platzen der Blase sanken die Bodenpreise von 2006 bis 2009 auf nur \$8600 Mrd. Damit lösten sich assets im Wert von über **\$10000 Mrd.**, die teilweise beliehen waren und als Sicherheiten dienten, in Luft auf. Dies ist der realwirtschaftliche Hintergrund der US-Finanzkrise.

c) Noch wilder sah es in Japan um 1990 aus, als das Verhältnis von Landwert zum BIP auf über 5 stieg, was mit einem Kapitalkoeffizienten von knapp 3 eine wealth-to-GDP ratio von 8 ausmachte. Auch dieser Wert kollabierte. Wie in den USA waren nicht Änderungen des Kapitalkoeffizienten die treibende Kraft, sondern allein Fluktuationen der Bodenpreise.

Zusammenfassend bin ich sicher, daß eine etwaige Überersparnis durch steigende Bodenpreise absorbiert werden könnte. Es gibt aber keine Überersparnis, und wir sehen auch keine starken Zunahmen der Kapitalkoeffizienten K/Y , die notwendige empirische Implikation Ihrer Theorie wären.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg – nur ganz schnell, später vielleicht mehr. Meine Theorie benötigt keinen steigenden Kapitalkoeffizienten, wie ich in allen meinen Papieren immer betont habe, wo ich dessen säkulare Konstanz hervorhebe. Was sich säkular ändert, ist die Lebenserwartung der Menschen und die daraus sich ergebende Notwendigkeit der Vorsorge fürs Alter. Heute spart der OECD-Median-Bürger, wenn er noch in der Labour-Force ist, ein Drittel seines Arbeitseinkommens, allein fürs Alter. Das geschieht überwiegend über die gesetzliche Rentenversicherung, daneben über die GKV und über freiwillige Ersparnis. Vor hundertzehn Jahren (1906) war das vielleicht weniger als ein Zehntel.

Es wäre so schön, wenn Sie auch mal lesen würden, was Andersmeinende als Sie geschrieben haben.

Herzliche Grüße von einem eifrigen Leser Ihrer interessanten Papiere.

CCvW

Lieber Herr Winkler,

in Ihrer pdf-Anlage argumentieren Sie, durch LTRO habe die EZB nur eine Reserve- bzw. Kreditnachfrage des Bankensystem befriedigt. Empirisch trifft diese Aussage nicht zu:

1. Die EZB hatte bereits am 15. Oktober 2008 das FRFA-Programm (fixed rate full allotment) aufgelegt. Seither erhielten die Banken Liquidität nicht mehr über Tender, sondern unbegrenzt, und zwar praktisch zum Nullzins.
2. Eine von Ihnen behauptete Mehrnachfrage der Banken nach Reserven wäre von der EZB mithin automatisch bedient wurden. Allerdings wollten die Banken keine zusätzlichen Reserven.
3. In dieser Situation hat die EZB das LTRO aufgelegt, mit zweifachem Ziel:

Erstens sollten Steuerzahler das Bankensystem subventionieren, indem sie den Banken (durch Seigniorageverzicht) Kredit zum Nullzins gewähren und die Banken die erhaltene Liquidität zinsbringend an Staaten verleihen, deren Schuldzinsen wiederum dem Steuerzahler anheimfallen. Dies war der Kern des Sarkozy-Trade, weil offene Banksubventionen auf Widerstand trafen.

Zweitens sollte die damals wahrscheinliche Insolvenz von Spanien, Italien und anderen abgewendet werden, die inzwischen mehr als 6% am Kapitalmarkt zu zahlen hatten.
4. Der Schuß ist aber nach hinten losgegangen: Aufgrund der Überliquidität sind die Zinsen gesunken, so daß nicht Steuerzahler belastet wurden, sondern Sparer

und Banken.

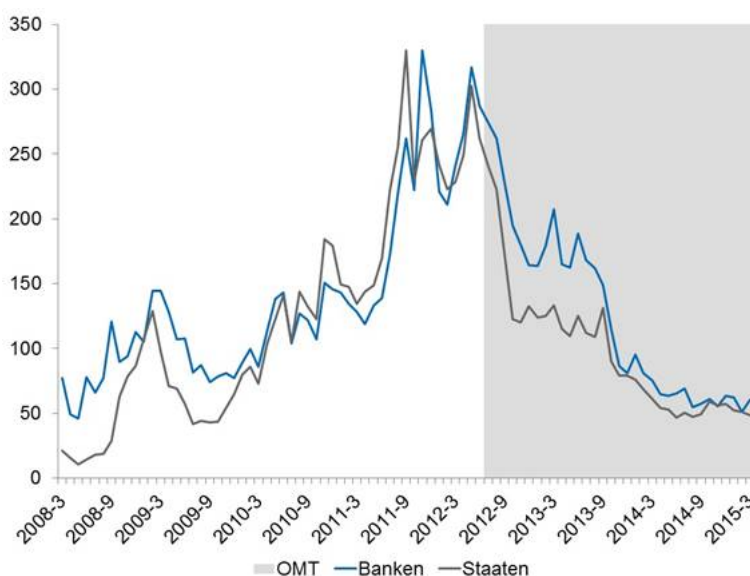
Ich schließe mit drei Fragen an Sie: Hätten Ihrer Ansicht nach Spanien und Italien ohne LTRO und OMT die Insolvenz vermeiden können? Wenn ja, wie begründen Sie das? Wenn nein, ist die Abwendung der Insolvenz von Staaten, die permanent gegen den Stabilitäts- und Wachstumspakt verstoßen, "Geldpolitik"?

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg, lieber Herr Winkler,

im Euroraum korrelieren die Insolvenzrisiken von Banken und Staaten sehr stark, wobei Kausalität in beide Richtungen besteht. Banken halten kaum Eigenkapital gegen Staatsrisiken und Staaten mussten wegen fehlender Bail-in Regeln systemrelevante Banken in Schieflage in der Vergangenheit unterstützen. Empirisch zeigt sich dies an den CDS-Prämien für Bankanleihen und Staatsanleihen, wie an der Abbildung zu erkennen ist. Das OMT diente dem Zweck, diesen Teufelskreis zu unterbrechen. Da im Euroraum rund 80 Prozent der Fremdfinanzierung über Banken läuft, kommt dem Bankkreditkanal als geldpolitischem Transmissionsmechanismus eine besondere Rolle zu. Störungen des Bankkreditkanals konnte zu dieser Zeit außer der EZB keine andere Institution beheben. Die USA braucht so etwas wie das OMT nicht, da Bankrisiken und Staatsrisiken dort kaum korrelieren. Außerdem finden in den USA fast 90 Prozent der Fremdfinanzierung über den Kapitalmarkt statt, so dass dem Bankkreditkanal als geldpolitischem Transmissionsmechanismus eine geringere Rolle zukommt.

Abbildung: Gewichtete CDS-Prämien von europäischen Bankanleihen und Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Eurostat, IW Köln

Mit besten Grüßen,

Markus Demary

Lieber Herr Demary,

guter Punkt, schöne Graphik. Sie haben damit die Frage von Herrn Winkler beantwortet, warum die EZB ihre Maßnahmen eher mit Blick auf Staaten-Bailouts formuliert als die Fed.

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr von Weizsäcker,

ich gehöre sicher auch zu den eifrigen Lesern Ihrer Papiere. Sie argumentieren, Staatsverschuldung sei notwendig, weil die private Ersparnis nicht durch einen steigenden Kapitalkoeffizienten absorbiert werden könne. In Ihrem Aufsatz in der German Economic Review 2014, S. 6, schreiben Sie explizit:

"Thus, the 'capital coefficient', i.e. the ratio between capital used and annual consumption goods produced, would have to be 12 years, which is more than double of what it actually is."

Ich habe Sie immer so verstanden: Mit $F(K)$ als einer Inada-Produktionsfunktion und $F(K) - \delta \times K$ als Nettoproduktionsfunktion geht $F'(K)$ bei steigendem K gegen Null. Die Nettogrenzproduktivität $F'(K) - \delta$ wird dann negativ, Sie bezeichnen δ in Ihrem Aufsatz als "maintenance". Weil Sie mit einem vollständigen Marktsystem argumentieren, gilt in Ihrem Modell stets $F'(K) - \delta = r$. Dies erklärt aus Ihrer Sicht den negativen Realzins.

Zusammengefaßt beruhen negative Realzinsen Ihnen zufolge auf einem Anstieg von $S = K$ bzw. in einer wachsenden Wirtschaft auf einem Anstieg von K/Y mit der Folge, daß r negativ geworden ist. Warum meinen Sie, diese Interpretation sei falsch?

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg,

Ihre Aussage zum Thema Bodenpreise verstehe ich nicht. Zum einen sagen Sie "Es gibt keine Überersparnis". Wenn das zutrifft, erübrigen sich die Ausführungen zu den Immobilienpreisen. Zum anderen sagen Sie, "wenn es eine Überersparnis gibt, können die Immobilienpreise das aufnehmen", und geben dazu das Beispiel der Blase in den USA. Das Beispiel ist allerdings nicht sehr beruhigend, ist doch der Preisanstieg dort mit einer deutlichen Erhöhung der Risiken einhergegangen.

Beim Thema Immobilienblase in den USA und anderswo fallen mir dann noch einige andere Punkte ein:

(i) Deutschland hatte in den Jahren nach 2000 hohe Sparüberschüsse, und unsere überaus kompetenten Finanzinstitutionen hatten nichts besseres zu tun als erhebliche Teile dieser Überschüsse in die Finanzierung von US-amerikanischen Immobilien bzw. die letztlich der Finanzierung dienenden Verbriefung zu stecken. Von ca. 1200 Mrd. \$, die in Subprime gegangen sind, dürften an die 200 Mrd. aus Deutschland gekommen sein.

(ii) China hatte in dieser Zeit ebenfalls hohe Sparüberschüsse und hat diese in US-Staatspapiere angelegt. Die dadurch bewirkte Verringerung der Renditen auf Treasuries veranlasste die US-Geldmarktfonds, auf andere Instrumente auszuweichen, darunter Repo und Asset-Backed-Commercial Paper, letzteres ein Hauptfinanzierungsinstrument für die SIVs, die dann in MBS und CDOs gingen.

Mit anderen Worten, erhebliche Teile der Mittel, die in die Immobilienblase in den USA gingen, kamen aus Sparüberschüssen in China und Deutschland.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

PS: Sie schulden mir noch eine Antwort auf meine Kritik an Ihrer Interpretation von Krishnamurthy et al.

Lieber Herr Hellwig,

mein erstes Argument gegenüber Herrn von Weizsäcker betrifft die empirische Beobachtung, daß wir keinen Anstieg der Kapital- koeffizienten K/Y sehen. Dies wäre aber Voraussetzung für eine Erklärung der Niedrigzinsen durch Überakkumulation. Sie haben Recht, daß sich weitere Ausführungen damit eigentlich erübrigen.

Mein zweites Argument ist aber stärker: Wenn es (in Zukunft) global höhere Ersparnisse geben sollte, würden diese gleichwohl nicht über eine Erhöhung von K/Y zu negativen Realzinsen führen. Sondern sie würden durch eine Erhöhung des Landkoeffizienten qL/Y aufgesogen.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

P.S.: Falls ich eine Email von Ihnen unkommentiert lasse, können Sie das als Zustimmung oder als Ausdruck zeitlicher Überforderung deuten.

Lieber Herr Homburg – wenn Sie meinen German Economic Review Artikel lesen, dann stellen Sie folgende Argumentation fest: 1. Die Spartätigkeit ist aus demographischen Gründen viel höher als in der Vergangenheit: Vermögenswunsch = ca. 12 Jahre Konsum. 2. Bei einem Kapitalkoeffizienten, der weit darunter liegt (ca. 5 bis 6 Jahre Konsum) endet das Gesetz der Mehrenergiebigkeit längerer Produktionsumwege, wird also die Grenzproduktivität des Kapitals gleich Null (Zweiter Hauptsatz der Thermodynamik). 3. Es gibt den knappen Boden als Anlageform (s. Homburg 1991). Diese kapitalisierte Ricardosche Rente reicht aber nicht aus, die Differenz zwischen 12 Jahren und 6 Jahren Konsum zu

kompensieren, selbst wenn der Zins Null ist. Hierzu wichtig der Ansatz von Douglas North et al. Diese Behauptung wird ausführlicher begründet in meinem PWP-Artikel von 2015.

Das sind die Abschnitte 1-6 des Papers. Der Rest des Papers (Abschnitte 7-11) ist dann ein Plädoyer dafür, dass man wegen des Hauptergebnisses von Abschnitten 1-6 eine völlig andere Staatsschuldenpolitik machen sollte, als sie derzeit gemacht wird. Für unseren Disput brauchen Sie nur Abschnitte 1-6 zu lesen; ergänzend den Teil 6 meines PWP-Artikels. Das schaffen Sie in 45 Minuten.

Beste Grüße

CCvW

Herr Homburg,

ich verstehe ja, dass wir in der besten aller möglichen Welten leben würden, wenn der Staat und die Zentralbanken nicht immer dazwischen gingen. Ich verstehe auch, dass Sie Christian von Weizsäckers Argumente nicht überzeugend finden. Ich bin aber gleichwohl beunruhigt, dass Sie zu dem von mir skizzierten Befund zu den Jahren vor 2007 nicht mehr zu sagen haben.

Sie sagen, es gab keinen Sparüberschuss, denn die Kapitalknappheitsverhältnisse haben sich nicht geändert. Nennen wir es also nicht Sparüberschuss. Nennen wir es Differenz zwischen der deutschen Ersparnisbildung und den Mitteln, die für Investitionen in Deutschland verwandt wurden.

Diese Differenz war in den Jahren vor 2007 positiv und sehr groß. Der Finanzsektor (wohlgemerkt: unsere deutschen Banken!) lenkte die Mittel in US-amerikanische Immobilien, irische und spanische Immobilien und griechische und portugiesische Staatsschulden, auch in Kredite an griechische, italienische, irische und spanische Banken. Und das nicht, weil er von Seiten des Staates oder Zentralbank dazu veranlasst worden wäre, sondern weil er nichts Besseres damit anfangen konnte. Die Kredite für heimische Unternehmen hatte er ja, so Ihre Theorie, rationiert. (Warum eigentlich?)

Wir reden hier über eine Ressourcenverschwendung in zwei- oder dreistelliger Milliardenhöhe, für die der deutsche Steuerzahler im Nachhinein teilweise aufkommen musste. Meine Schätzung der Kosten für den Steuerzahler liegt in der Größenordnung von 65 bis 70 Mrd. Euro nur für die deutschen Finanzinstitute. Die Kosten der Rezession sind da noch nicht dabei, auch nicht die Kosten von Griechenland u.ä.

Und das alles, weil die Differenz zwischen deutscher Ersparnisbildung und den Mitteln, die für Investitionen in Deutschland verwendet wurden (beachten Sie: ich gebrauche nicht das Wort Sparüberschuss!), anderswo angelegt wurde und u.a. zu den Immobilienpreissteigerungen in den USA, Irland und Spanien beitrug (interessanterweise nicht in Deutschland!).

Und dann soll ich Immobilienpreissteigerungen als Heilmittel für das von Christian von Weizsäcker beschworene Problem einer möglichen Überschusses an Ersparnissen ansehen? Ich hoffe nur, dass Sie

Ihre Bedingungen für das, was ein echter Sparüberschuss ist, so eng definieren, dass wir Zeit haben, das Finanzsystem auf Vordermann zu bringen, bis dieser Fall eintritt.

Ansonsten komme ich zurück auf die frühere Überlegung, dass Staatsschulden, vielleicht sogar Staatsschulden, die der Finanzierung von Infrastrukturinvestitionen dienen, möglicherweise mit weniger Verzerrungen verbunden sind als Immobilieninvestitionen und -preissteigerungen.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

4.6.2016

Lieber Herr Hellwig,

Lieber Herr Homburg,

ich verstehe ja, dass wir in der besten aller möglichen Welten leben würden, wenn der Staat und die Zentralbanken nicht immer dazwischen gingen. Ich habe das nicht geschrieben, und es ist auch nicht meine Ansicht. Manchmal fühle ich mich an Gregor Gysi erinnert, der gegen mich bei "Maybritt Illner" auf ähnliche Weise punkten wollte. Das mag bei Fernsehzuschauern klappen, bei unserem erlesenen Verteilerkreise eher nicht.

In Ihrem weiteren Text ersetzen Sie den Gegenstand der Diskussion "Weizsäcker-Homburg", eine geschlossene Volkswirtschaft, durch ein Mehrländermodell mit Leistungsbilanzüberschüssen und -defiziten.

Zudem ersetzen Sie die langfristige Frage, ob der Realzins in einem Steady State unter der Wachstumsrate liegen könne, durch das kurzfristige Problem destabilisierender Bodenspekulation.

Ich lasse es mit dem Zitat des letzten Satzes aus meinem Overaccumulation-Aufsatz in GER 2014 bewenden, der beweist, daß hier überhaupt kein Dissens besteht: "Looked at in this way, land is both a long-run stabilizer and a short-run destabilizer of economic development."

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr von Weizsäcker,

die Grundgleichung Ihres Modell lautet $Z - D = T$, Warteperiode minus Schuldenstandquote gleich Produktionsperiode. In übliche Notation übersetzt hat man $S/Y - D/Y = K/Y$, wealth-output ratio minus debt ratio gleich capital-output ratio. Weil Bestände durch Ströme dividiert werden, besitzen alle Größen die Dimension "Jahre".

Wenn die Staatschuldenquote begrenzt ist, was Sie kritisieren, und S/Y zunimmt, was Sie unterstellen, und wenn in der Gleichung Land fehlt, obwohl es empirisch gleichauf mit Kapital liegt, dann impliziert eine Zunahme von S/Y in Ihrem Modell eine von K/Y .

In der Eurozone ist die Schuldenstandquote von 1995 bis 2008 leicht gefallen. Dann hätte der Kapitalkoeffizient doch steigen müssen? Denn die Eurozone als ganze war bis 2008 Kapitalimporteur.

Werfen Sie bitte einen Blick auf das beigefügte Bild. Es zeigt die capital-output ratio und die land-output ratio für Frankreich. Ich weiß, daß Sie Landpreisanstiege mit Verweis auf North, Enteignung etc. ablehnen. Nach dem philosophischen Prinzip, daß das, was wirklich ist, auch möglich ist, können Sie die Graphik aber nicht ignorieren: Der Kapitalkoeffizient ist konstant, der Landkoeffizient ist gestiegen und hat in kürzester Zeit mehr als zwei Bruttoinlandsprodukte absorbiert.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

5.6.2016

Lieber Herr Homburg – wir sind uns, was die von Ihnen zitierten Fakten betrifft, einig. Es geht um weitere Fakten und um die Interpretation. Die Staatsschulden, die Sie anführen, sind die expliziten Staatsschulden. Daneben gibt es, wie in meinen Papers immer betont, die viel umfangreicheren impliziten Staatsschulden, wie insbesondere aus der gesetzlichen Rentenversicherung, aber – als jeweils kleinere Posten – anderes mehr. Skurriles Beispiel: das Erneuerbare Energie Gesetz, das uns die Windmühlen beschert: Investitionen finanziert mit einer (nicht im Haushalt aufgeführten) Stromsteuer, mit einem Time Lag von durchschnittlich 10 Jahren. Das macht immerhin eine Staatsschuld als Bestandsgröße von ca. 300 Mrd. € aus.

Diese umfassende Staatsschuldenquote ist vermutlich in den letzten Jahrzehnten gestiegen. Raffelhüschens Analysen deuten darauf hin. Zugleich ist in den letzten beiden Jahrzehnten der Weltkapitalmarkt- Zins gefallen. Immobilienkredite sind wesentlich günstiger geworden. Das erklärt die gestiegenen Immobilienpreise und daher die gestiegenen kapitalisierten Bodenrenten. Andererseits ist trotz der niedrigen Zinsen der Kapitalkoeffizient nicht gestiegen. Sie erklären das durch Mangel an beleihbaren Sicherheiten. Ich erkläre das durch das Ende der Mehrergiebigkeit längerer Produktionsumwege. Beide Erklärungen begegnen jeweils Befunden, die sich mit der Erklärung nicht gut vereinbaren lassen. Sie wenden gegen meine Erklärung ein, dass die WACC nicht gefallen ist und wesentlich über Null liegt. Ich wende gegen Ihre Erklärung ein, dass der Wert der Sicherheiten zum Beispiel gerade wegen der gestiegenen Bodenpreise doch gestiegen ist und dass es eine Fülle von Indikatoren gibt, die gegen eine globale Beschränkung der Kreditvergabe angesichts mangelnder

Sicherheiten sprechen. Dazu mehr, wenn ich erst einmal Ihren neuen German Economic Review Artikel gründlicher gelesen habe.

In unserem gegenwärtigen Dialog ist mir wichtig, dass ich für meine Erklärung keinen steigenden Kapitalkoeffizienten brauche, sondern dass meine Erklärung aus dem gestiegenen privaten Vermögenskoeffizienten resultiert, der durch die Demographie verursacht ist, die im übrigen – wie auch früher schon geschrieben – sich in der Zukunft durch eine weiter steigende Schere zwischen S(privat) und I(privat) auswirken wird. (Bei S(privat) die Ansprüche aus der GRV immer mit gezählt, daher Sparquote von 33 % oder mehr aus dem Arbeiteseinkommen). Für mich unterstützt der konstante Kapitalkoeffizient meine These, weil in den letzten hundert-zwanzig Jahren die Kapitalkosten massiv gesunken sind. Denken Sie an den säkular steigenden Kurs-Gewinn-Koeffizienten an der Börse, neben den schon erwähnten gesunkenen Realzinsen. Wie gesagt: in München rührt die Wohnungsknappheit sicher nicht daher, dass es keine hinreichenden Sicherheiten für Immobilienkredite gebe.

Vorerst so viel.

Beste Grüße

CCvW

Lieber Herr von Weizsäcker,

dann haben wir ja ein gemeinsames Verständnis Ihrer Arbeit erlangt. Umgekehrt ist mir wichtig zu betonen, daß ich Kreditbeschränkungen nicht für universell relevant halte, sondern folgendes Zeitmuster sehe:

1. Das Ende der "great moderation" wurde um die Jahrtausendwende durch eine Kreditentspannung eingeleitet, begleitet von einem Anstieg bei Bodenpreisen, Konsum und Investition; die Realzinsen waren hoch.
2. Finanzkrise und Große Rezession 2007-09 markierten das Ende dieses Kreditzyklus.
3. Die Realzinsen auf Staatsanleihen sind indes erst ab 2012 auffällig gesunken. Meines Erachtens konnte die Kreditkapazität der Wirtschaft hierbei nicht mit dem durch Fed und EZB geschaffenen Liquiditätsüberschuß Schritt halten. Erst seitdem unterliegt der Grenz-Kreditnachfrager einer Beschränkung, was gut zur Nicht-Inflation paßt.

Anbei übersende ich Ihnen die Druckfassung meiner neuen Arbeit.

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

7.6.2016

Lieber Herr Homburg,

gerne antworte ich auf Ihre Fragen. Hier ist die Kurzfassung, die Langfassung, die auch auf den einleitenden Text Ihrer Mail eingeht, habe ich als pdf angehängt.

Haben LTROs und OMT die Insolvenz von Spanien und Italien vermieden? Ja, genauso wie die Vollzuteilungspolitik 2008 die Insolvenz deutscher und europäischer Banken verhindert hat. Nur, waren diese Banken bzw. Spanien und Italien wirklich insolvent oder nur illiquide? Vieles spricht für das letztere, weil sich sowohl die Banken als auch die genannten Staaten heute wieder (fast) problemlos am Markt refinanzieren können. Solvenzrisiko ist eben nicht gleichbedeutend mit Insolvenz. Aber Solvenzrisiken führen über Illiquidität, die nicht bekämpft wird, in die Insolvenz. Diese unnötigen Insolvenzen zu vermeiden, ist seit Thornton und Bagehot Auftrag von Zentralbanken. Sie verhindern damit unnötige Verluste für Sparer, Deflation sowie einen Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität.

Daher gilt: wenn LTROs und OMT keine Geldpolitik sind, wie Sie es meinen, dann ist die Vollzuteilungspolitik auch keine Geldpolitik. Denn welche Banken nehmen diese Vollzuteilung in Anspruch? Vor allem die Banken, die sich am Markt nicht mehr refinanzieren können, also – so interpretiere ich Sie jetzt – offensichtlich insolvent sind. Ist es für Sie Geldpolitik, wenn monatelange die Insolvenz von Banken über die Bereitstellung von Refinanzierungskrediten im Vollzuteilungsmodus abgewehrt wird?

Das Problem ist, und Herr Hellwig hat das ja auch schon angesprochen, dass für Sie (wie für viele EZB-Kritiker) der Unterschied zwischen Illiquidität und Insolvenz anscheinend gar nicht zu bestehen scheint. Deshalb muss für Sie jedes Eingreifen der Zentralbank in den Markt als Verstoß gegen die marktwirtschaftliche Ordnung gelten, womit es auch keine Geldpolitik sein kann. Diese Argumentation ist in sich schlüssig. Inkonsistent wird es aber, wenn diese Argumentation bei LTROs und OMT angewendet wird, nicht aber bei der Vollzuteilungspolitik.

Die entscheidende Frage für die Einordnung der EZB-Politik in den Jahren 2010 -2013 (also nicht QE, und auch nicht „Niedrigzins“ – das sind zwei ganz andere Themen) lautet also:

Signalisiert die Tatsache, dass sich ein Schuldner nicht mehr oder nur noch zu sehr hohen Zinsen am Markt refinanzieren kann, stets und allein, dass er insolvent ist, oder kann sie auch bedeuten, dass er nur illiquide, aber solvent ist?

Wenn ich es richtig sehe – bei dem regen e-mail Austausch verliert man leicht den Überblick – haben Sie diese Frage noch nicht beantwortet.

Beste Grüße,

Adalbert Winkler

Anhang Winkler

Lieber Herr Homburg,

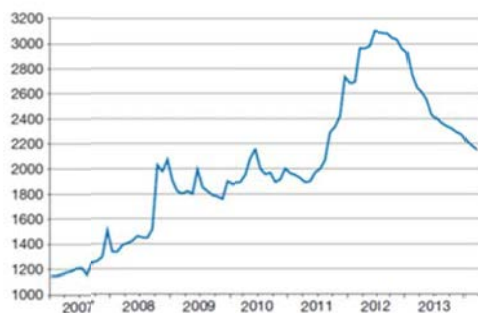
Gerne beantworte ich Ihre Fragen, auch weil offensichtlich die Behauptung vom Tisch zu sein scheint, dass die LTRO /OMT-Periode nicht dem Lehrbuch Multiplikator Modell entspricht. Das heißt nämlich, dass die Inflationsphobie, die wir in Deutschland in den Jahren 2011 - 2013 hatten, auch gestützt durch entsprechende Prognosen von Ökonomen, auf einer Fehlinterpretation monetärer Zusammenhänge beruhte.

In Ihrer Replik stellen sie die LTROs in einen Zusammenhang mit der Vollzuteilungspolitik. Da gehören sie auch hin. Denn die LTROs bedeuteten gegenüber der ohnehin schon gegebenen Vollzuteilungspolitik lediglich eine Verlängerung der Laufzeit, zu der sich Banken bei der EZB - Sicherheiten vorausgesetzt - refinanzieren konnten. Die LTROs im Dezember 2011 und Februar 2012 stellten auch nicht die erste Laufzeitverlängerung dar. Schon in den Jahren zuvor, also weit vor der „Eurokrise“ hatte die EZB bekanntlich mehrmals die Laufzeit, zu der sie den Banken parallel zur Vollzuteilung Refinanzierung anbot, verlängert: von drei, auf sechs und schließlich auf 12 Monate.

Insofern stehen die LTROs zunächst einmal nur für eine weitere Runde von qualitative easing, also einer Verbesserung der Konditionen zu denen sich die Banken bei gegebenem Zinssatz - refinanzieren konnten. Es stellt sich daher die Frage: Wenn LTROs nicht Geldpolitik sind, warum sind die Einjahrestender Geldpolitik? Und wenn Einjahrestender keine Geldpolitik sind, warum sind es Sechsmontatstender? Und wenn Sechsmontatstender keine Geldpolitik sind, warum sind es Dreimonatstender? Und schließlich: warum ist die Vollzuteilungspolitik überhaupt Geldpolitik (womit wir uns m.E. der wirklich zentralen Frage nähern, siehe unten).

Zudem haben die Banken schon lange vor den LTROs verstärkt Zentralbankgeld nachgefragt. Wie die Abbildung unten zeigt, die schon in meinem ersten Text enthalten war, wuchs die Zentralbankbilanz seit Mitte 2011 stark an, also lange vor Dezember 2011, dem Datum des ersten LTROs. Die Banken haben also in erheblichem Maße Zentralbankgeld nachgefragt, unabhängig von den LTROs. Die EZB hat sich dann entschieden, dieser Nachfrage einen Langfristtender entgegenzustellen.

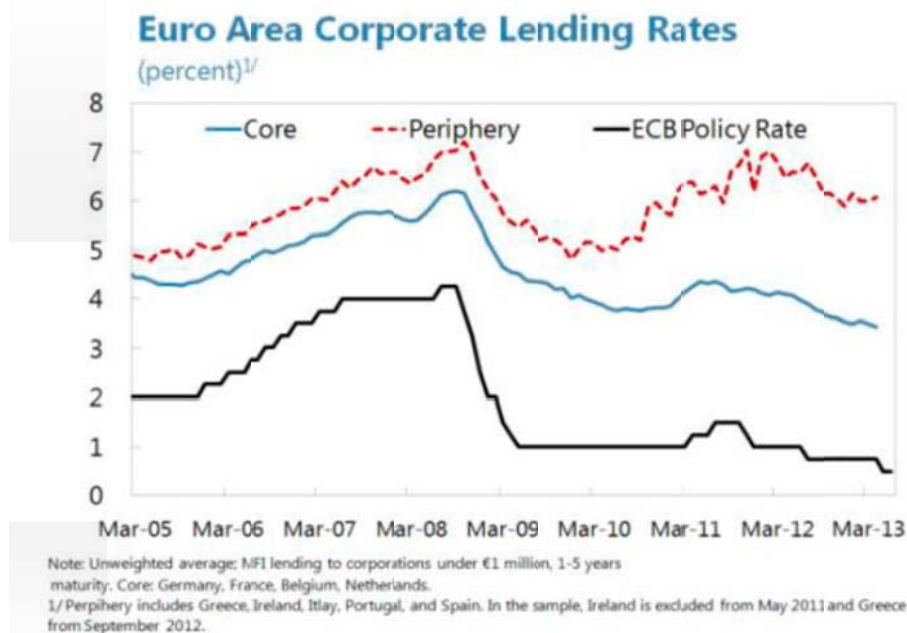
Abbildung 2
EZB-Bilanzsumme
in Mrd. Euro



Quelle: FRED Blog: <http://fredblog.stlouisfed.org/>, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Dennoch bleibt die grundsätzliche Frage, warum es überhaupt notwendig ist, Langfristender durchzuführen, wenn wegen der Vollzuteilung beim Hauptrefinanzierungsgeschäft sichergestellt ist, dass Banken mit Liquiditätsbedarf diese Liquidität immer bekommen. Ich habe damals, wobei ich es nicht mehr erinnere, ob das im Zusammenhang mit dem Einjahrestender 2009 oder mit den 3-Jahres LTROs stand, einem mir befreundeten Bankvolkswirten genau diese Frage gestellt. Er sagte: man

kann nicht dauerhaft einen (immer größeren) Teil der längerfristigen Aktiva auf der Basis einwöchiger oder einmonatiger Refinanzierung halten bzw. auf dieser Basis neu Kredit vergeben. Vielleicht kann Herr Schmieding, der ja näher am Markt ist als viele von uns, etwas dazu sagen. Es waren ja nicht nur die Zinsen auf den Staatsanleihemärkten, sondern auch die Zinsen für Unternehmenskredite, die sich in der Euro-Peripherie entgegen dem EZB-Refinanzierungssatz entwickelten (siehe unten).



Mit den LTROs versuchte die EZB in der Tradition der seit 2007 verfolgten Politik über eine längerfristige Zuteilung den Banken zu signalisieren, dass Banken, die sich in Liquiditätsschwierigkeiten befinden, ihre Aktiva solide refinanzieren können. Das haben die Banken ausgenutzt, und zwar sowohl die, die akute Liquiditätsschwierigkeiten hatten als auch jene, die angesichts des Krisenklimas, das damals vorherrschte, der Auffassung waren, es sei sinnvoll sich für einen möglichen Fall des Falles mit Liquidität zu versorgen.

Nur, das eigentliche Solvenzrisiko wurde damit nicht angegangen, weil – da sind wir uns einig – es von den Staatsanleihen herrührte. Es ist ja gerade nicht so gewesen, dass die Banken mit den LTRO

Mitteln kräftig Staatsanleihen gekauft haben. Denn dann wären die Zinsen auf Staatsanleihen

gesunken. Der Sarkozy Carry Trade fand also gar nicht statt, zumindest nicht in nennenswertem Umfang. Die LTROs stabilisierten den Euro-Geldmarkt – nicht mehr, aber auch nicht weniger. Deshalb

war ja auch das OMT so wichtig, weil die EZB damit auf den Auslöser dieser Krise reagierte (wobei – wie Herr Hellwig schon ausgeführt hat – in mindestens zwei von fünf Fällen die Solvenzrisiken der Staaten aus den Rettungsaktionen für die Banken herrührten (meiner Meinung nach ist nur Griechenland ein klares Staatsschuldenproblem)).

Haben LTROs und OMT die Insolvenz von Spanien und Italien vermieden? Ja, genauso wie die Vollzuteilungspolitik 2008 die Insolvenz deutscher und europäischer Banken verhindert hat. Nur,

waren diese Banken bzw. Spanien und Italien wirklich insolvent oder nur illiquide? Vieles spricht für das letztere, weil sich sowohl die Banken als auch die genannten Staaten heute wieder (fast) problemlos am Markt refinanzieren können. Solvenzrisiko ist eben nicht gleichbedeutend mit Insolvenz. Aber Solvenzrisiken führen über Illiquidität, die nicht bekämpft wird, in die Insolvenz

(Calomiris und Gorton 1991). Diese unnötigen Insolvenzen zu vermeiden, ist seit Thornton und Bagehot Auftrag von Zentralbanken. Sie verhindern damit unnötige Verluste für Sparer, Deflation sowie einen Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität.

Daher gilt: wenn LTROs und OMT keine Geldpolitik sind, wie Sie es meinen, dann ist die Vollzuteilungspolitik auch keine Geldpolitik. Denn welche Banken nehmen diese Vollzuteilung in Anspruch? Vor allem die Banken, die sich am Markt nicht mehr refinanzieren können, also – so interpretiere ich Sie jetzt – offensichtlich insolvent sind. Der Finanzstabilitätsbericht der Bundesbank von 2009 macht dies auch ganz klar (Deutsche Bundesbank 2009) und verteidigt die Vollzuteilungspolitik als Geldpolitik. Ist es für Sie Geldpolitik, wenn monatelange die Insolvenz von Banken über die Bereitstellung von Refinanzierungskrediten im Vollzuteilungsmodus abgewehrt wird? Wenn nein, warum hat dann niemand gegen die Bundesbank und die EZB geklagt, als sie genau diese Politik 2008/2009 betrieben?

[Ihre Bemerkung „Der Schuß ist aber nach hinten losgegangen: Aufgrund der Überliquidität sind die Zinsen gesunken, so daß nicht Steuerzahler belastet wurden, sondern Sparer und Banken“ ist mir daher nicht verständlich. Ohne LTROs und OMT wären Banken in Konkurs gegangen, und damit wären Banken und Sparer belastet gewesen. Über direkte und indirekte contagion Effekte wären diese Belastungen zudem weit über die Banken hinausgegangen, die sich in der ersten Runde der Krise nicht mehr am Markt hätten refinanzieren können. *Lehman* hat das doch erst wenige Jahre zuvor gezeigt. Sparer und Banken sind daher Gewinner von LTROs und OMT. Der Steuerzahler wird belastet, wenn sich unter den Banken und den Staaten tatsächlich Schuldner befinden, die nicht nur illiquide sondern auch insolvent sind. Ganz klar: es gibt diese Schuldner. In einer systemischen Finanzkrise sind es zudem oft diese Schuldner, die die Krise auslösen (z.B. die HRE, oder Griechenland), aber sie stellen in der Regel nur einen kleinen Teil der Schuldtitel dar, die in einer Finanzkrise unter den Generalverdacht fallen, einem (erheblichen) Solvenzrisiko zu unterliegen (Goodhart 1999).]

Das Problem ist, und Herr Hellwig hat Sie darauf ja auch schon angesprochen, dass für Sie (wie für viele EZB-Kritiker) der Unterschied zwischen Illiquidität und Insolvenz anscheinend gar nicht zu bestehen scheint. Deshalb muss für Sie jedes Eingreifen der Zentralbank in den Markt als Verstoß gegen die marktwirtschaftliche Ordnung gelten, womit es auch keine Geldpolitik sein kann.

Diese Argumentation ist in sich schlüssig. Inkonsistent wird es aber, wenn diese Argumentation bei LTROs und OMT angewendet wird, aber nicht bei der Vollzuteilungspolitik. Alle zehn Kriterien, mit denen das Bundesverfassungsgericht im OMT Beschluss versucht darzulegen, dass es sich beim OMT wohl nicht um Geldpolitik handelt, zeigen das gleiche Ergebnis auch für die Vollzuteilungspolitik, die im Oktober 2008 eingeführt wurde, als von Eurokrise noch keine Rede war. Doch das stört nicht. Auch dass die ökonomische Argumentation der Bundesbankstellungnahme im OMT –Verfahren (Deutsche Bundesbank 2012) der des eigenen Finanzstabilitätsbericht aus dem Jahr 2009 widerspricht, ist offensichtlich nicht von Interesse.

Die entscheidende Frage für die Einordnung der EZB-Politik in den Jahren 2010 -2013 (also nicht QE, und auch nicht „Niedrigzins“ – das sind zwei ganz andere Themen) lautet also:

Signalisiert die Tatsache, dass sich ein Schuldner nicht mehr oder nur zu sehr hohen Zinsen am Markt refinanzieren kann, stets und allein, dass er insolvent ist, oder kann sie auch bedeuten, dass er nur illiquide, aber solvent ist?

Wenn ich es richtig sehe – bei dem regen e-mail Austausch verliert man leicht den Überblick – haben Sie diese Frage noch nicht beantwortet.

Beste Grüße,

Adalbert Winkler

Literatur:

Calomiris, C.W., G. Gorton (1991), The Origins of Banking Panics. Pp. 109-173 in: R.G. Hubbard (ed.), Financial Markets and Financial Crises. University of Chicago Press. Chicago.

Deutsche Bundesbank (2009) 'Wechselwirkungen zwischen den geldpolitischen Sondermaßnahmen des Eurosystems und der Aktivität am Interbankengeldmarkt in der Krise'. Deutsche Bundesbank (eds), Finanzstabilitätsbericht 2009, 19 November, pp. 93–106.

Deutsche Bundesbank (2012) 'Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht zu den Verfahren mit den Az. 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1421/12, 2 BvR 1439/12, 2 BvR 1824/12, 2 BvE 6/12'. Available at «http://www.handelsblatt.com/downloads/8124832/1/stellungnahme-bundesbank_handelsblatt-online.pdf».

Goodhart, C.A.E. (1999), Myths about the LOLR. Pp. 339-369 in: International Finance, Vol. 2.

Ich habe die Argumente dieser Replik in einigen Beiträgen ausführlicher und vermutlich auch präziser ausgeführt. Sie seien hier zur Vollständigkeit angeführt:

Winkler, A., 2015. The ECB as Lender of Last Resort: Banks versus Governments, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik Bd. 235(3), S. 329-341.

Winkler, A., 2014. Mario Draghi und Helmut Schmidt: Retter, die gegen die Verfassung verstießen oder: das Bundesverfassungsgericht entscheidet über die richtige Finanztheorie, Credit and Capital Markets Jg. 47(2), S. 213-240.

Winkler, A., 2013. Ordnung und Vertrauen: Zentralbank und Staat in der Eurokrise, Perspektiven der Wirtschaftspolitik Bd. 14(3/4), S. 198-218.

Winkler, A., 2013. EZB-Krisenpolitik: OMT-Programm, Vollzuteilungspolitik und Lender of Last Resort, Wirtschaftsdienst Jg. 93(10), S. 678-685.

Lieber Herr Winkler,

es hilft unserer Diskussion und löst manche vermeintliche Inkonsistenz, wenn wir zwei Sachverhalte unterscheiden:

1. Abwendung einer **Bankeninsolvenz** durch Bereitstellung von Liquidität gegen gute Sicherheit (Bagehot).
2. Abwendung einer **Staateninsolvenz** durch Drohung mit unbegrenzten Bailouts (OMT), Auflegung von Sarkozy-Trades (LTRO) und Heruntermanipulieren der Marktzinsen durch Flutung mit Liquidität (QE).

Das erste ist für mich legitime Geldpolitik, das zweite nicht. Ich habe 2008 die Eingriffe der EZB in den ausgetrockneten Interbankenmarkt unterstützt. Bei FRFA kamen mir bereits Zweifel, zumal die EZB nicht Bagehots weniger gern zitierte Betonung von "good collateral" befolgte, sondern die geforderten Sicherheitsqualitäten bis ins Lächerliche herunterschraubte.

Aus den dokumentierten Absichten der Entscheidungsträger ergibt sich, daß LTRO einen Anreiz zum Kauf längerlaufender Staatsanleihen geben sollte; daher auch die Bezeichnung Sarkozy-Trade. Damit wurde aus meiner Sicht der Limes zur monetären Staatsfinanzierung überschritten. Evident ist das bei OMT und QE.

Während Sie in Ihrer Email **Banken-** und **Staateninsolvenzen** mehr oder weniger gleichsetzen, liegt in dieser Unterscheidung der springende Punkt. Italien hat sich selbst durch seine jahrzehntelange Finanzpolitik in die Insolvenz getrieben. Die Ansage Draghis, die EZB werde eine solche Insolvenz abwehren, "whatever it takes", hat das in den 1990er Jahren gerühmte 2. Standbein der Währungsunion, nämlich die Disziplinierung der Staaten durch Finanzmärkte, abgehackt.

Ihre Schlußfrage will ich gern explizit beantworten, aber hier besteht kein Dissens: In Finanzkrisen sind Illiquidität und Insolvenz konzeptionell nicht klar trennbar, weil die Solvenz vom Wert der veräußerbaren Aktiva abhängt und dieser Wert bei fire sales endogen sinkt. Beim italienischen Staat geht es aber nicht um Veräußerung von Aktiva, sondern darum, daß ein so hoher Primärüberschuß, wie er bei Rückkehr zu Normalzinsen erwirtschaftet werden müßte, illusorisch ist. Italien ist ebenso insolvent wie Griechenland oder Portugal. Und das wird uns noch gehörig auf die Füße fallen.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg,

bei Bagehot ist zu lesen, die Sicherheiten sollten mit "Normal-Preisen" bewertet werden. Auf diesen Aspekt sind Sie bisher nicht eingegangen. Bei einer solchen Bewertung relativieren sich die Solvenz-/Insolvenzerwägungen in der Krise.

Im übrigen merke ich an, dass Ihre Mail an Herrn Winkler endlich eine Antwort auf die in meinem langen Text vom 22. Mai gestellte Frage zum Problem der Unterstützung für insolvente Banken in einer Systemkrise enthält.

Ich hatte diese Frage damals in den Kontext der deutschen Krise von 1931 gestellt. Dazu haben Sie bisher nichts gesagt, aber aus Ihrer Antwort heute schließe ich, dass Sie eine Unterstützung der Danatbank durch die Reichsbank für falsch gehalten hätten, auch wenn die Reichsbank nicht durch das Erfordernis einer 40%-igen Deckung der Geldausgabe daran gehindert worden wäre. In Anbetracht der Kosten der Bankenkrise von 1931 bin ich in diesem Punkt anderer Meinung, aber es ist gut, über den Dissens Klarheit zu haben. Für Sie ist, wenn ich Sie richtig verstehe, das Prinzip "Keine Unterstützung insolventer Banken" wichtiger als die Wirkung der Bankenkrise auf das Leben der Leute, damals ein Rückgang des BIP von 80% des Vorkrisenniveaus auf 60 % und ein Rückgang der Beschäftigung um weitere 2 Millionen.

Ferner wundert mich, dass Sie LTRO nach wie vor als Fiskalpolitik und nicht als Bankenbailout behandeln. Ich dachte, unsere Diskussion letzte Woche hätte diese Frage erledigt. Zum Thema Spanien im LTRO haben Sie sich übrigens noch gar nicht geäußert, auch nicht zu meiner Anmerkung, dass in Spanien die Staatsfinanzen durch die Banken- und Immobilienkrise betroffen waren und nicht umgekehrt wie die Banken durch die Staatsfinanzen. Oder dazu, dass die Bailouts in Spanien den deutschen Banken die Möglichkeit gaben, sich relativ ungeschoren zurückzuziehen.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Lieber Herr Hellwig,

Am 07.06.2016 um 17:56 schrieb Martin Hellwig:

Lieber Herr Homburg,

bei Bagehot ist zu lesen, die Sicherheiten sollten mit "Normal-Preisen" bewertet werden. Auf diesen Aspekt sind Sie bisher nicht eingegangen. Bei einer solchen Bewertung relativieren sich die Solvenz-/Insolvenzerwägungen in der Krise.

Ich dachte, die Passage unten aus meiner Email an Herrn Winkler hätte dies geklärt, Zitat:
"In Finanzkrisen sind Illiquidität und Insolvenz konzeptionell nicht klar trennbar, weil die Solvenz vom Wert der veräußerbaren Aktiva abhängt und dieser Wert bei fire sales endogen sinkt."

Für Sie ist, wenn ich Sie richtig verstehe, das Prinzip "Keine Unterstützung insolventer Banken" wichtiger als die Wirkung der Bankenkrise auf das Leben der Leute, damals ein Rückgang des BIP von 80% des Vorkrisenniveaus auf 60 % und ein Rückgang der Beschäftigung um weitere 2 Millionen.

Falls dies die relevante Alternative wäre, würde ich eher auf das "Leben der Leute" achten. In Wirklichkeit liegt hier der Kern unseres Dissenses. Sie sehen die Große Depression und die aktuelle Welt rein aus Banken-Sicht. Ihrer Ansicht nach sind Bankenpleiten kausaler und einziger Grund realer Wohlstandsverluste. Glass-Steagall kommt in Ihrem Denken vor, Smoot-Hawley nicht, Roosevelts gesetzliche Mindestlöhne bei fallenden Güterpreisen nicht, Zwangskartelle nicht usw.

Bitte verstehen Sie meinen Standpunkt: Damals wie heute hat das Platzen von Stock- bzw. Land-Bubbles riesige Vermögenswerte vernichtet. 2007/08 waren das weltweit etliche Billionen Dollar. Diese Verluste waren die Auslöser der Krise. Politisch war zu entscheiden, ob man die Verluste marktwirtschaftlich anlastet (also den Gläubigern) oder sie politisch umverteilt. Daß man sich für den zweiten Weg entschieden hat, halte ich für einen Fehler.

Zum Thema Spanien im LTRO haben Sie sich übrigens noch gar nicht geäußert, auch nicht zu meiner Anmerkung, dass in Spanien die Staatsfinanzen durch die Banken- und Immobilienkrise betroffen waren und nicht umgekehrt wie Banken durch die Staatsfinanzen. Oder dazu, dass die Bailouts in Spanien den deutschen Banken die Möglichkeit gaben, sich relativ ungeschoren zurückzuziehen.

Ich weiß nicht, was ich Intelligentes hierzu sagen könnte, oder was überhaupt streitig ist. Ich sehe die Dinge nicht durch eine nationalistische Brille, wie Sie, sondern erkenne den eigentlichen Verteilungskampf zwischen Banken-Staaten hüten und Realwirtschaft drüben. Die beiden ersten nehmen die letztere aus, und dagegen regt sich jetzt allerorten Widerstand. Aber um des lieben Friedens willen: Spaniens Finanzen sind wesentlich durch Zapateros Entscheidung ins Wanken gekommen, Bailouts zu finanzieren. Dies hat auch deutschen Banken genutzt.

Ohne die Bailouts gäbe es heute keine Deutsche Bank und ganz sicher keine Commerzbank. Dies wäre aus meiner Sicht ein großer Vorteil. Sie mögen ja versuchen, den beiden höhere Eigenkapitalquoten aufzuzwingen. Aus meiner Public-Choice-geprägten Sicht ist das ein hoffnungsloses Unterfangen. 2008 hat man die Chance vertan lassen, die hochgehebelten Großbanken auf elegante Weise loszuwerden.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg – dies ist eine erste Frage nach der Lektüre Ihres neuen German Economic Review Artikels „Understanding Benign Liquidity Traps: The Case of Japan“. Ich beschränke mich auf eine Kritik, die Ihre Annahmen erst einmal als realistisch akzeptiert. Ob sie das sind, darauf komme ich dann später einmal zurück, nachdem wir Ihr Modell gut verstanden haben. In Ihrem Theorem zeigen Sie, dass die reale Ressourcenallokation mit und ohne Kreditlimit dieselbe bleibt, dass sich also durch das Kreditlimit nur die nominellen Werte ändern. Ich habe aber Schwierigkeiten mit Ihrem Beweis. Sie zeigen ja, dass beim Kreditlimit der Zinssatz kleiner ist, dass aber der Schattenpreis des Kapitals so hoch bleibt wie zuvor, weil es eben das Kreditlimit gibt. Daher die gleiche Kapitalintensität des Produktionsprozesses wie ohne Kreditlimit. Um nun abzuleiten, dass sich auch die Haushalte gleich verhalten, nehmen Sie für die von Ihnen behandelte stationäre Lösung an, dass die Haushalte annehmen, dass ihre Aktien in den Unternehmen keinen Gewinn abwerfen. Das zusammen mit der Cobb-Douglas-Nutzenfunktion führt zu Ihrem Ergebnis. Hier aber meine Frage: Faktisch machen die Unternehmen doch einen Gewinn, weil sie ja weniger Zinsen bezahlen. Die Kapitalkosten haben sich zum Teil sozusagen von direkten Kosten in Opportunitätskosten verwandelt. Es entsteht ein Gewinn,

der an die Aktionäre ausgeschüttet werden kann. Die Haushalte machen also einen Fehler, wenn sie annehmen, dass ihre Aktien keine Dividenden bringen. Hier ist eine Inkonsistenz zwischen dem Maximierungskalkül der Unternehmen und dem Maximierungskalkül der Haushalte.

Ich habe mir überlegt, was rauskommt, wenn man diese Inkonsistenz im Modell beseitigt. Dann führt das Kreditlimit zu einem Windfall-Profit der Aktionäre. Zugleich kalkulieren sie mit dem geringeren Zins, wobei hier nur ein Substitutionseffekt ins Gewicht fällt, weil der Einkommenseffekt des geringeren Zinses durch den Windfall-Profit gerade wieder aufgehoben wird. Das aber bedeutet: der niedrigere Zins macht den relativen Preis des künftigen Konsumgutes teurer. Daher wird der Haushalt weniger vom künftigen Gut und daher mehr vom heutigen Gut konsumieren: die Spartätigkeit geht zurück. Ihr Ergebnis, dass sich die Realallokation durch das Kreditlimit nicht verändert, gilt dann nicht mehr.

Nun ist das für Ihre Theorie nicht so schlimm. Denn im Rahmen Ihrer Annahmen würde der Benign Liquidity Trap auch bei der veränderten Realallokation noch gelten; das ist jedenfalls mein vorläufiger Eindruck.

Es ist übrigens interessant, dass die Wohlfahrt des repräsentativen Konsumenten steigt. Durch die Dividende bleibt sein intertemporales Einkommen gleich. Er kann daher auch das konsumieren, was er ohne Kreditlimit konsumiert hätte. Daher ist die veränderte intertemporale Allokation ein Anzeichen, dass es ihm besser geht als ohne Kreditlimit (revealed preference).

Beste Grüße

Ihr

Carl Christian von Weizsäcker

8.5.2016

Lieber Herr von Weizsäcker,

Sie haben Recht: Nimmt man rationale statt statische Gewinnerwartungen, beeinflusst das Kreditlimit die Allokation. Dasselbe gilt bei nicht-logarithmischer Nutzenfunktion. Beides habe ich auf S. 11 angemerkt und das Neutralitätsergebnis als "benchmark" gesehen, das für meine Argumentation nicht wesentlich ist.

Wesentlich ist folgende empirische Implikation des Modells, die ich mit den Implikationen Ihres Modells und Pikettys Vorstellung kontrastiere.

1. Weizsäcker: Kapitaleinkommensquote rK/Y **sinkt** bei Niedrigzinsen, weil K/Y konstant bleibt (unsere letzte Diskussion) und r sinkt.

2. Piketty: Kapitaleinkommensquote **steigt**, weil Arbeitnehmer durch "sophisticated robots" ersetzt werden, die Reichen Macht ausüben usw.

3. Homburg: Kapitaleinkommensquote bleibt **unverändert**, wenn Grenz-Kreditnachfrager rationiert werden und Zinsen sinken: Niedrigen Zinseinkommen stehen hohe Gewinne gegenüber.

Anbei die Kapitaleinkommensquote der Eurozone in den letzten 10 Jahren, definiert als $1 - \text{compensation of employees} / \text{gross domestic product}$. Sie ist praktisch konstant geblieben.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg – jeder Autor hat das Recht, seine Aussage nach seinem Gusto zu verpacken. Aber mich wundert etwas, dass Sie einen Referenzpunkt wählen, der nur dann gilt, wenn man für den Unternehmenssektor und den Haushaltssektor sich eigentlich widersprechende Annahmen macht: Unternehmenssektor voll rational, Haushaltssektor zu dumm, um richtig rechnen zu können. Ich selbst hätte das Ergebnis ins Zentrum gestellt, dass bei rationalem Verhalten der Haushalte ihre Wohlfahrt steigt, wenn es bindende Kreditlimits gibt. Aber natürlich hängt dieses Ergebnis daran, dass die Kreditbeschränkungen nominal und nicht real sind. Ist das sehr realistisch? Was käme denn bei Ihrem Modell heraus, wenn die Kreditbeschränkungen real sind, also proportional zum Preisniveau?

Was nun der Bezug zur Realität bei der Einkommensverteilung betrifft, so fühle ich mich missverstanden, wenn Sie meinen, dass ich den Nicht-Lohn-Anteil am Volkseinkommen aus dem risikofreien Zinssatz ableite. Wir hatten ja vor einigen Wochen eine intensive Diskussion über WACC vs r , in der ich Ihnen ja zugestanden habe, dass WACC wesentlich höher ist als r . Ich will das hier nicht vertiefen, da es momentan allein um ein besseres Verständnis Ihres Kreditlimit-Ansatzes geht. Wenn Sie aber Ihren Ansatz auch auf Verteilungsfragen anwenden wollten, dann müssten Sie berücksichtigen, dass es Unternehmer-Haushalte gibt, die Unternehmensgewinne einnehmen und andere Haushalte, die keine Aktien halten. Dann führt in Ihrem Modell ein verschärfter Kreditlimit zu einer Umverteilung zugunsten der Unternehmerhaushalte und zulasten der anderen Haushalte. Und dann wird es natürlich auch verteilungspolitisch interessant, dass es in der Realität – nicht aber bisher in Ihrem Modell – Staatsschulden gibt, die einen zinstreibenden Effekt haben könnten, der sich nun wiederum zugunsten der Nicht-Unternehmerhaushalte auswirken mag.

Und dann noch natürlich die Frage: wie verhält sich Homburg1 (publiziert 1991) zu Homburg2 (publiziert 2016)? Würde man in das Homburg2-Modell den Boden als Produktionsfaktor einbauen, also das Modell aus Homburg2 konsistent machen mit Homburg1, was käme dann heraus. Würde dann nicht ein kreditlimit-induzierter niedrigerer Zins zu einer Wertsteigerung des Bodens führen, wodurch die für Kredite verfügbaren Sicherheiten umfangreicher würden – mit der Folge, dass letztlich im Gleichgewicht die Zinsen weniger stark auf verschärfte Kreditlimits reagierten?

Beste Grüße

CCvW

Lieber Herr Homburg,

nein, die Unterscheidung zwischen Banken- und Staateninsolvenz hilft überhaupt nicht weiter. Es geht um die Unterscheidung zwischen Illiquidität und Insolvenz, und zwar bei Banken und bei Staaten. Insofern haben Sie meine mail wohl falsch verstanden: ich diskutiere die Problematik, die Sie im ersten Teil Ihres letzten Absatzes beschreiben, nämlich in einer Finanzkrise zwischen Illiquidität und Insolvenz zu unterscheiden. Dies ist das zentrale Kriterium für die Frage, ob es sich bei Vollzuteilung, LTRO und OMT um Geldpolitik handelt – für Banken und für Staaten. War die Commerzbank insolvent oder illiquide? War Spanien insolvent oder illiquide?

Sie weichen diesen Fragen aus, indem Sie immer nur von Insolvenz sprechen. Genau darum geht es Bagehot nämlich nicht: Es ist nicht das Ziel des LoLR Insolvenzen abzuwenden, auch nicht bei Banken. Das wäre ja ein Abschied von zentralen marktwirtschaftlichen Prinzipien. Es geht darum, Illiquidität zu vermeiden („lend freely to illiquid, but solvent banks“). Dass der LoLR im Rahmen seiner Aktivität dann de facto tatsächlich einen insolventen Schuldner rettet, weil er – und da sind wir uns völlig einig – in der Krise nicht bei jedem Schuldner klar zwischen Insolvenz und Illiquidität unterscheiden kann, ist etwas völlig anderes; es ist ein Fehler, der aber so nicht beabsichtigt ist.

Ihre Argumentation gegen LTRO und OMT beruht daher auf zwei Punkten: die Staaten sind klar insolvent, und die EZB wollte gar nicht Illiquidität, sondern Insolvenz bekämpfen. Und in Bezug auf beide Argumente frage ich Sie noch einmal: woran machen Sie das fest, und zwar im Vergleich zu den Banken 2008 ff., die – im Gegensatz zu den Staaten – in erheblichem Maße Refinanzierung bei der EZB abriefen. Warum waren die Banken damals nicht klar insolvent (sondern nur illiquide) und warum ging es der EZB damals nur um Liquidität und nicht um Solvenz?

[Im Zusammenhang mit LTRO und OMT sprechen Sie von „dokumentierten Absichten der Entscheidungsträger“. Ich wäre Ihnen für eine Quelle dankbar, in der die EZB, die über LTRO und OMT entschied, den Einsatz dieser beiden Instrumente mit der Notwendigkeit begründet, einen Anreiz für den Kauf von Staatsanleihen setzen zu müssen.]

Ich bin bei der Frage Insolvenz versus Illiquidität einzelner Eurostaaten aus drei Gründen viel vorsichtiger als Sie.

1. Ich weiß nicht, was der Normalzins ist. Ich weiß noch nicht einmal konzeptionell, was das ist. Ich kenne den natürlichen Zins, den neutralen Zins, den Zentralbankzins, den Nominalzins, den Realzins, den Zins, der Ersparnis und Investition ins Gleichgewicht bringt, und den Zins, der den Geldmarkt räumt. Aber Normalzins kenne ich nicht. Auch empirisch komme ich nicht weiter. Wenn ich mir allein die Nachkriegszeit vergegenwärtige, hatten wir zunächst sehr niedrige bzw. moderate Realzinsen, gepaart mit niedriger Inflation, dann hatten wir in den siebziger Jahren negative Realzinsen, gepaart mit vergleichsweise hoher Inflation, Anfang der achtziger Jahre stiegen dann die Realzinsen im Zuge der Inflationsbekämpfung kräftig an, um seither im Trend – zusammen mit der Inflation - bis heute gegen Null zu fallen. Welcher Zins ist normal?
2. Da ich den Normalzins nicht kenne, weiß ich auch nicht ob Italien oder Portugal bei diesem Normalzins insolvent sind (bei Griechenland hatten wir 2011 einen haircut, so dass sich hier die Frage erübrigt). Ich weiß nur, dass die makroökonomische Theorie, so wie ich sie

verstehe, uns sagt, dass ein Anstieg des Realzinses eine veränderte Situation am Gütermarkt erfordert, also entweder weniger Ersparnis oder mehr Investitionen. Beides kurbelt das Wachstum an. Wenn also der Realzins wieder steigt, dann hat das einerseits die Konsequenz, dass die Zinslast Italiens und Portugals steigt, wodurch sie womöglich – alles andere unverändert – insolvent werden könnten. Nur ist eben alles andere nicht unverändert, weil der Anstieg des Realzinses mit steigendem Wachstum einhergeht. Sofern also Italien und Portugal nicht total von der allgemeinen Wachstumsentwicklung in der Eurozone abgehängt werden, sollten die Staatseinnahmen Italiens und Portugals steigen und damit ihre Fähigkeit, die steigende Zinslast zu meistern. Ob sie diese Fähigkeit nutzen werden, steht auf einem anderen Blatt; aber das ist ein politisches Risiko, das wir 1999 bzw. 1992 eingegangen sind, und ist unabhängig von der Frage, bei welchem Zins ein Land insolvent ist. Nur: angesichts der Einschränkungen, die z.B. Portugal seinen Bürgern zugemutet hat, um wieder kapitalmarktfähig zu werden, bin ich da zumindest nicht ganz so pessimistisch wie Sie.

3. Ich weiß nicht, ob Walter Bagehot mit seiner Maxime, in einer Krise sollte die Zentralbank „this man and that man“ – also explizit: nicht nur Banken - Kredit geben, Staaten der Eurozone ausschließt. Er sagt dazu nichts, was ja auch verständlich ist, weil man sich damals eine Konstruktion wie die europäische Währungsunion wohl nicht vorstellen konnte. Ich weiß nur, dass bereits 1825 der damalige Direktor der Bank of England die LoLR Aktivität seiner Bank wie folgt beschrieb:

“We lent [money] by every possible means and in modes we have never adopted before; we took in stock on security, we purchased Exchequer bills, we made advances on Exchequer bills, we not only discounted outright, but we made advances on the deposit of bills of exchange to an immense amount, in short, by every possible means consistent with the safety of the Bank...Seeing the dreadful state in which the public were, we rendered every assistance in our power.”

Offensichtlich kann der Markt, auf dem eine Zentralbank als LoLR interveniert, von Fall zu Fall unterschiedlich sein. 2012 entschied sich die EZB aus geldpolitischen Gründen für das OMT, d.h. einer Intervention auf dem Staatsanleihenmarkt. Dessen Wirkungen passen perfekt zu dem, was Humphrey 1989 (!) bereits im ersten Absatz seines Aufsatzes „Lender of Last Resort: The Concept in History“ als den idealtypischen Fall für einen lender of last resort herausgearbeitet hat:

“Ideally, the mere announcement of its commitment, by assuaging people’s fears of inability to obtain cash, would be sufficient to still panics without the need for making loans.”

Genau das haben wir nach Draghis Rede in London beobachtet: Ein Abflauen der Panik und eine Reduzierung der Nachfrage nach Überschussreserven (also dem cash-Äquivalent unter Banken) – Zeichen der erfolgreichen Bekämpfung einer Liquiditätskrise.

Mit besten Grüßen,

Adalbert Winkler

Lieber Herr Winkler,

bei einer **Bank** ist die Unterscheidung zwischen Insolvenz und Illiquidität in Krisen schwierig, weil die Preise der Bankassets endogen bestimmt und umso niedriger sind, je schneller verkauft werden muß. Hierdurch kann es zu vicious circles kommen, ähnlich wie bei Diamond-Dybvig.

Bei einem **Staat** tritt dieses Problem, um es zu wiederholen, nicht auf, weil die Finanzkraft des Staates **nicht** durch veräußerbare Vermögenswerte bestimmt wird, sondern durch den erzielbaren Primärüberschuß. So jedenfalls die gesamte Literatur zum Thema nachhaltige Finanzpolitik. Ich weiche nicht aus, sondern folge der Literatur, die Staateninsolvenz annimmt, wenn der Barwert der Primärüberschüsse den Schuldenstand übersteigt. So hatten früher auch die Kapitalmarktparteien gerechnet.

Wir stimmen **positiv** überein, wenn Sie sagen wollen, daß Zentralbanken stets Staatsinsolvenz abwenden können. Das ist die bekannte "monetarist arithmetic", die für Staaten gilt, die sich in eigener Währung verschulden. In der Eurozone haben wir inzwischen ein solches "fiscal regime", weil Lateineuropa die EZB dominiert. Bei Beibehaltung von OMT und QE wird es keine weiteren Staatsinsolvenzen in der Eurozone geben. So rechnen heute auch viele Kapitalanleger und kaufen deshalb Spanienanleihen zu Niedrigstzinsen.

Normativ besteht zwischen unseren Sichtweisen ein großer Gegensatz, weil ich das ursprünglich avisierte "monetary regime" der Eurozone befürworte. In diesem wären Staaten mit unzureichenden Primärsalden bereits Griechenland gefolgt. Dies betrifft Spanien, Italien und Portugal, deren Demonstranten und Populisten im Kern gegen Primärüberschüsse kämpfen.

Sie hingegen wenden "Bagehot" auf Staaten an, als sei von vornherein ausgemacht, daß die Abwendung von Staateninsolvenzen zu den Kernaufgaben einer Zentralbank gehört. Die von der EZB betriebene Insolvenzverschleppung ist auch nicht, wie Sie meinen, ein "Fehler", sondern die Absicht der Programme. Als Finanzwissenschaftler kann ich Ihnen auch keineswegs in der Meinung folgen, die genannten Staaten hätten sich nur in einer Liquiditätskrise befunden. Sie haben ihre Schuldenstandquoten seit 2012 enorm gesteigert, was nur wegen OMT möglich war, und drehen derzeit, bei weiterhin hohen Defiziten, ihre Reförmchen zurück: Steuersenkungen in Spanien und Italien, Rentenerhöhungen in Portugal.

Viele Grüße
Stefan Homburg

P.S.: Hier eine Quelle aus 2011 zum Sarkozy-Trade:

<http://ftalphaville.ft.com/2011/12/15/802151/how-big-could-the-sarko-trade-go/>

9.6.2016

Lieber Herr von Weizsäcker,

da sprechen Sie eine Menge interessanter Punkte an ...

Am 08.06.2016 um 11:15 schrieb Christian von Weizsäcker:

Lieber Herr Homburg – jeder Autor hat das Recht, seine Aussage nach seinem Gusto zu verpacken. Aber mich wundert etwas, dass Sie einen Referenzpunkt wählen, der nur dann gilt, wenn man für den Unternehmenssektor und den Haushaltssektor sich eigentlich widersprechende Annahmen macht: Unternehmenssektor voll rational, Haushaltssektor zu dumm, um richtig rechnen zu können. Ich selbst hätte das Ergebnis ins Zentrum gestellt, dass bei rationalem Verhalten der Haushalte ihre Wohlfahrt steigt, wenn es bindende Kreditlimits gibt. Aber natürlich hängt dieses Ergebnis daran, dass die Kreditbeschränkungen nominal und nicht real sind. Ist das sehr realistisch? Was käme denn bei Ihrem Modell heraus, wenn die Kreditbeschränkungen real sind, also proportional zum Preisniveau?

Borio (2014) argumentiert, daß sich Finanzkrisen **nicht** mit Realmodellen verstehen lassen. Man benötigt ihm zufolge Modelle mit Geld und Kredit und muß akzeptieren, daß Verträge in Nominalgrößen formuliert werden und sich Manager, insbesondere Banker und deren Regulierer, an Nominalgrößen orientieren (etwa bei write-offs). Mich haben diese Argumente überzeugt. Vor allem aber erhielt man mit einem realen Kreditlimit kontrafaktische Implikationen: Hohe Arbeitslosigkeit und permanente Deflation, die nicht aus der Krise herausführt. Dies widerspricht dem, was wir in D, J oder USA sehen.

Hier die Quelle, es ist ein interessanter methodischer Aufsatz: Borio, C. (2014) The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learned? *Journal of Banking and Finance* 45: 182-198.

Was nun der Bezug zur Realität bei der Einkommensverteilung betrifft, so fühle ich mich missverstanden, wenn Sie meinen, dass ich den Nicht-Lohn-Anteil am Volkseinkommen aus dem risikofreien Zinssatz ableite. Wir hatten ja vor einigen Wochen eine intensive Diskussion über WACC vs r , in der ich Ihnen ja zugestanden habe, dass WACC wesentlich höher ist als r . Ich will das hier nicht vertiefen, da es momentan allein um ein besseres Verständnis Ihres Kreditlimit-Ansatzes geht. Wenn Sie aber Ihren Ansatz auch auf Verteilungsfragen anwenden wollten, dann müssten Sie berücksichtigen, dass es Unternehmer-Haushalte gibt, die Unternehmensgewinne einnehmen und andere Haushalte, die keine Aktien halten. Dann führt in Ihrem Modell ein verschärfter Kreditlimit zu einer Umverteilung zugunsten der Unternehmerhaushalte und zulasten der anderen Haushalte. Und dann wird es natürlich auch verteilungspolitisch interessant, dass es in der Realität – nicht aber bisher in Ihrem Modell – Staatsschulden gibt, die einen zinstreibenden Effekt haben könnten, der sich nun wiederum zugunsten der Nicht-Unternehmerhaushalte auswirken mag.

Die Umverteilungswirkungen werden auf S. 12 des Aufsatzes diskutiert, wir sind da einer Meinung. Sowohl ein Kreditlimit als auch (für mich interessanter) ein QE verteilen von Rentiers zu Unternehmern um. Das Modell ist übrigens problemlos um heterogenous agents erweiterbar, solange deren Nutzenfunktionen homothetisch sind; die Aggregate hängen dann nicht von der Verteilung ab.

Und dann noch natürlich die Frage: wie verhält sich Homburg1 (publiziert 1991) zu Homburg2 (publiziert 2016)? Würde man in das Homburg2-Modell den Boden als Produktionsfaktor einbauen, also das Modell aus Homburg2 konsistent machen mit Homburg1, was käme dann heraus. Würde dann nicht ein kreditlimit-induzierter niedrigerer Zins zu einer Wertsteigerung des Bodens führen, wodurch die für Kredite verfügbaren Sicherheiten umfangreicher würden – mit der Folge, dass letztlich im Gleichgewicht die Zinsen weniger stark auf verschärfte Kreditlimits reagierten?

Schwierig ... ich habe das noch nicht zu Ende gedacht. Intuitiv biete ich folgendes an:

Kombiniert

man den Produktionsfaktor Land mit der Idee des Kreditlimits, lautet die

Finanzierungsbeschränkung

nicht mehr $PK \leq B_{\text{quer}}$, sondern sie lautet $PK + QL \leq B_{\text{quer}}$, mit Q als nominalem

Landpreis und B_{quer}

als Kreditlimit. Die Kreditnachfrage erhalten bei einem bindenden Limit zwar nicht so viele Mittel, wie

sie wünschen, aber können sie den Betrag, den sie erhalten, optimal auf K und L verteilen.

Daher

ist Überakkumulation auch in einem solchen Setting ausgeschlossen. In einer benign liquidity trap,

wie ich sie in dem GER-Aufsatz studiere, würde dann gelten: $F'(K) > g > r$.

Ein Vergleich von Wachstumsrate und Zins deutet dynamische Ineffizienz an. Seit Cass beruhen aber

alle Beweise zur dynamischen Ineffizienz auf einem Vergleich von $F'(K)$ und g , wobei in einem voll-

ständigen Marktsystem aus Bequemlichkeit $F'(K) = r$ gesetzt wird. Bei

Marktunvollständigkeit und

einem bindenden Kreditlimit ist das nicht mehr zulässig. Dort hängt die dynamische Ineffizienz

von $F'(K)$, approximierbar durch WACC, und g ab. Im Ergebnis bestünde in diesem Modell also

dynamische Effizienz, obwohl ein Vergleich von Wachstumsrate und Zins aufs Gegenteil hindeutet.

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

10.6.2016

Lieber Herr von Weizsäcker,

Lieber Herr Homburg – hier ein kurzer Zwischenruf zu Ihrer Diskussion mit Herrn Winkler – Sie schreiben, die Literatur gehe davon aus, dass eine Staatsinsolvenz vorliege, wenn der Schuldenstand den Gegenwartswert der künftigen Primärüberschüsse übersteige. Nun ist dies natürlich nur insofern richtig, als man davon ausgeht, dass sich an den Steuergesetzen und den geplanten Staatsausgaben

nichts ändert. Wenn aber die Möglichkeit besteht, durch eine andere Steuerpolitik oder Staatsausgabenpolitik oder überhaupt Wirtschaftspolitik diese Ungleichung zu ändern, dann kann doch nicht automatisch auf eine Staatsinsolvenz geschlossen werden. Es kommt doch dann auf das Urteil des Kapitalmarktes an, ob er an einen Sanierungskurs der Politik dieses Landes glaubt oder nicht. Das ist dann ein Wahrscheinlichkeitskalkül und kein JA-Nein-Urteil.

Es gibt seit Jahrzehnten eine ausgefeilte Literatur zum Thema "debt sustainability", eingedeutscht als Schuldentragfähigkeit. Diese Methode wird von OECD, IMF und von Kapitalmarktanlegern wie der Allianz eingesetzt. Die künftigen Primärüberschüsse werden dabei unter Berücksichtigung von Anpassungsprogrammen prognostiziert; es wird nicht einfach der laufende Primärüberschuß fortgeschrieben. Ein Staat ist hiernach insolvent, wenn der Barwert der prognostizierten Primärüberschüsse den Schuldenstand übersteigt. Die Primärüberschüsse werden einerseits durch die Laffer-Kurve begrenzt, andererseits durch politische Nebenbedingungen. Erfahrungsgemäß sind Primärüberschüsse von mehr als 3 Prozent unrealistisch. Aktuell bezweifelt der IMF die Schuldentragfähigkeit Griechenlands und will daher aus dem Bailout aussteigen, wenn die Europäer nicht auf einen signifikanten Teil ihrer Forderungen verzichten.

Im Übrigen ist diese Ungleichung ja nur dann ein sinnvolles Kriterium, wenn man à la Ricardo-Barro-Homburg annehmen kann, dass $r > g$ gilt. Die Berechtigung dieser Annahme bestreite ich – aus Ihnen inzwischen bekannten Gründen. Und das ist ein wesentlicher Teil unseres Disputs. Die Frage der Bodenbewertung ist deshalb so wichtig, weil an ihr genau die Berechtigung von Ricardo-Barro-Homburg hängt. Der „Charme“ dieser Annahme ist, dass sie es viel einfacher macht, intertemporale Modelle zu bauen. Aber ich bin der Meinung, dass dies noch kein ausreichendes Kriterium für die Modellwahl des Politik-Beraters sein kann.

Der Kapitalmarkt kennt die beigefügte Graphik des Realzinses in der überlangen Frist 1930-2016. Hiernach gibt es ausgedehnte Phasen negativer Realzinsen wie in den 1940er und 1950er Jahren und auch in den 1970ern. Es gibt Hochzinsphasen wie die 1980er, als Lawrence Summers dauerhaft astronomische Realzinsen voraussagte und das Sparen staatlich subventionieren wollte.

Theorie hin oder her, es gibt keinerlei Anhaltspunkt dafür, daß Realzinsen dauerhaft negativ werden könnten. Dieser Eindruck entsteht nur, wenn man als Startzeitpunkt die 1980er Jahre nimmt. Im Moment sind wir halt in einer Niedrigzinsphase. Als Kapitalanleger gehe ich nicht davon aus, daß das ewig so bleibt. Herr Adam hatte zu Recht auf aggregiertes Risiko hingewiesen.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg

Ein Staat ist hiernach insolvent, wenn der Barwert der prognostizierten Primär-
> überschüsse den Schuldenstand übersteigt.
Sie meinen sicher "solvent".

Viele Grüße
Englmann

Sorry, Sie haben natürlich recht.

Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg,

ich muss Ihnen wieder widersprechen.

1. Ja, es gibt eine große Literatur zum Thema nachhaltige Finanzpolitik. Es gibt aber auch eine Literatur, die genau die Endogenität für das Thema Staatsschulden, also Insolvenz versus Illiquidität thematisiert, die Sie für Banken beschreiben. Sie ist eingebettet in die Literatur zu Finanz- und Währungskrisen (2. und 3. Generation). Vor allem thematisiert diese Literatur das Problem Illiquidität versus Insolvenz bei Staaten unter der Bedingung, die für die Eurozone höchst relevant ist, nämlich wenn ein Staat, der Schulden emittiert, dies nicht in der eigenen Währung tut. Genau dies ist in der Eurozone der Fall. Dann können multiple Gleichgewichte, wie sie Diamond und Dybvig herausarbeiten, auch bei Staatsanleihen entstehen (was Sie anscheinend als unmöglich ansehen). Beispiele dieser Literatur sind

COLE, H.L. and T.J. KEHOE (1996). A self-fulfilling model of Mexico's 1994-1995 debt crisis. *Journal of International Economics*, 41, pp. 309-330

CORSETTI, G., GUIMARAES, B. and ROUBINI, N. (2006). International lending of last resort and moral hazard: A model of IMF's catalytic finance. *Journal of Monetary Economics*, 53, pp. 441-471

GIAVAZZI, F. and PAGANO, M. (1990). Confidence Crises and Public Debt Management. In Dornbusch, R. and M. Draghi (eds.), *Public Debt Management: Theory and History*. Cambridge, U.K.: Cambridge University Press, pp. 125-143

Diese Literatur scheint entweder unbekannt zu sein oder ignoriert zu werden, wenn man die Frage diskutiert, ob OMT Geldpolitik ist oder nicht.

2. Nein, wir stimmen nicht positiv überein, weil es für die von Ihnen genannte monetarist arithmetic und die fiscal dominance keine empirische Evidenz gibt. Wenn diese Modelle, auf die Sie sich beziehen, die Situation seit LTROs und OMT beschreiben würden, dann müssten wir Inflation sehen, zumindest einen Anstieg der Inflationsrate. Und genau diese Inflation haben die EZB-Kritiker 2011/2012 vorhergesagt. Nur ist es nicht nur nicht zu Inflation gekommen, sondern die Inflationsrate ist sogar gesunken. Das heißt: die empirische Evidenz spricht gegen Ihren theoretischen Befund. Zudem würden – wenn ich Sie richtig verstehe (da Sie sich nicht nur auf OMT, sondern auch auf QE beziehen) – sich nicht nur die Eurozone, sondern auch die USA und Großbritannien nun in einem Zustand der fiscal dominance befinden, also in Ländern, in denen es keine Staatsschuldenkrise gab. Warum haben diese Länder sich ohne Not diesem Regime ausgesetzt? Schon in meinem ersten Einwurf habe ich in Bezug auf QE gefragt: wenn das alles nur bail-out policy und keine Geldpolitik ist, wessen Konkurs woll(t)en diese Zentralbanken verhindern?

Gegen die These von der fiscal dominance spricht auch die Empirie bei der Entwicklung der Staatsdefizite und der Staatsschuldenstände. Bei fiscal dominance sollte „Latein-Europa“ nun einen eindeutig expansiven fiskalpolitischen Kurs einschlagen, weil die Staaten wissen, dass sie von der EZB finanziert werden. Das ist aber nicht zu beobachten (siehe Anlage). Weder

die Defizite noch die Staatsschuldenstände nehmen in „Latein-Europa“ seit OMT (verstärkt) zu. Sie nehmen vielmehr ab oder stagnieren und folgen dem Trend, der auch in den anderen Eurostaaten zu beobachten ist. Überhaupt lässt sich feststellen, dass sich seit LTROs und OMT an den grundsätzlichen Mustern bei Defiziten und Staatsschuldenständen innerhalb der Eurozone praktisch nichts geändert hat. Das kann man beklagen, weil man – kreislauftheoretische Überlegungen ausblendend (was ich als unangemessen werten würde) – erwarten könnte, dass die Konsolidierung in den Krisenstaaten größere Fortschritte machen sollte als in den Nicht-Krisenstaaten. Aber entspricht die bisherige Entwicklung dem, was wir bei Fiskaldominanz erwarten würden?

3. Ich bin etwas überrascht über die Quelle, die angeblich belegen soll, dass die EZB mit den LTROs den Sarkozy Carry Trade einleiten wollte. Der analytische Teil des FT Blog Eintrags präsentiert nämlich überwiegend Argumente, warum die LTROs einen solchen carry trade kaum oder gar nicht auslösen werden. Er stützt also wenn überhaupt meine, und widerspricht Ihrer Interpretation der LTROs. Zudem gibt es in dem Beitrag ein Zitat von Herrn Sarkozy, in dem er seine Wünsche ausdrückt, was die Banken mit den LTROs machen sollen, nämlich Staatsanleihen kaufen. Nur sind die Wünsche von Herrn Sarkozy noch nicht gleichbedeutend mit dem, was der Entscheidungsträger, die EZB, mit dem Instrument beabsichtigt und sie sind noch lange nicht gleichbedeutend mit dem, was dann tatsächlich passiert (viele Politiker haben sich von der EZB was gewünscht und nicht bekommen). Ich denke, es ist gerade Aufgabe der Wissenschaft, auf diese Unterschiede hinzuweisen und sie herauszuarbeiten, und da muss man feststellen: was immer sich Herr Sarkozy und womöglich die EZB – wofür der FT Beitrag keinen Hinweis liefert – wünschte: der carry blieb weitgehend aus, weil sonst die Zinsen gesunken wären. Schließlich: das ist ein FT Blog Eintrag. Ich habe großen Respekt vor der FT. Aber ich finde, wir sollten unsere Analysen zur Geldpolitik nicht (nur) von den Auffassungen abhängig machen, die in einer Zeitung stehen.

Beste Grüße,

Adalbert Winkler

11.6. 2016

Lieber Herr Winkler,

Am 10.06.2016 um 11:52 schrieb Winkler, Adalbert:

Lieber Herr Homburg,

ich muss Ihnen wieder widersprechen.

1. Ja, es gibt eine große Literatur zum Thema nachhaltige Finanzpolitik. Es gibt aber auch eine Literatur, die genau die Endogenität für das Thema Staatsschulden, also Insolvenz versus Illiquidität thematisiert, die Sie für Banken beschreiben. Sie ist eingebettet in die Literatur zu Finanz- und Währungskrisen (2. und 3. Generation). Vor allem thematisiert diese Literatur das Problem Illiquidität versus Insolvenz bei Staaten unter der Bedingung, die für die Eurozone höchst relevant ist, nämlich wenn ein Staat, der Schulden emittiert, dies nicht in

der eigenen Währung tut. Genau dies ist in der Eurozone der Fall. Dann können multiple Gleichgewichte, wie sie Diamond und Dybvig herausarbeiten, auch bei Staatsanleihen entstehen (was Sie anscheinend als unmöglich ansehen). Beispiele dieser Literatur sind

COLE, H.L. and T.J. KEHOE (1996). A self-fulfilling model of Mexico's 1994-1995 debt crisis.

Journal of International Economics, 41, pp. 309-330

CORSETTI, G., GUIMARAES, B. and ROUBINI, N. (2006). International lending of last resort and moral hazard: A model of IMF's catalytic finance. Journal of Monetary Economics, 53, pp. 441-471

GIAVAZZI, F. and PAGANO, M. (1990). Confidence Crises and Public Debt Management. In Dornbusch, R. and M. Draghi (eds.), Public Debt Management: Theory and History. Cambridge, U.K.: Cambridge University Press, pp. 125-143

Diese Literatur scheint entweder unbekannt zu sein oder ignoriert zu werden, wenn man die Frage diskutiert, ob OMT Geldpolitik ist oder nicht.

Bis 2012 argumentierte man in der Tat, die Eurostaaten könnten ihre Währung nicht selbst drucken. Seit OMT und Draghis Zusage, er werde keine weiteren Staatsinsolvenzen zulassen, "whatever it takes", ist diese Sicht überholt. Das monetary regime wurde in ein fiscal regime umgewandelt, und die lateineuropäischen Staaten können ihre Währung zwar nicht individuell drucken, wohl aber kollektiv. Und das tun sie ja auch. Weil alle OMT ernst nehmen, können Italien usw. ihre Schuldenstandquoten Jahr um Jahr heraufschrauben, ohne insolvenzgefährdet zu sein.

2. Nein, wir stimmen nicht positiv überein, weil es für die von Ihnen genannte monetarist arithmetic und die fiscal dominance keine empirische Evidenz gibt. Wenn diese Modelle, auf die Sie sich beziehen, die Situation seit LTROs und OMT beschreiben würden, dann müssten wir Inflation sehen, zumindest einen Anstieg der Inflationsrate. Und genau diese Inflation haben die EZB-Kritiker 2011/2012 vorhergesagt. Nur ist es nicht nur nicht zu Inflation gekommen, sondern die Inflationsrate ist sogar gesunken. Das heißt: die empirische Evidenz spricht gegen Ihren theoretischen Befund. Zudem würden – wenn ich Sie richtig verstehe (da Sie sich nicht nur auf OMT, sondern auch auf QE beziehen) – sich nicht nur die Eurozone, sondern auch die USA und Großbritannien nun in einem Zustand der fiscal dominance befinden, also in Ländern, in denen es keine Staatsschuldenkrise gab. Warum haben diese Länder sich ohne Not diesem Regime ausgesetzt? Schon in meinem ersten Einwurf habe ich in Bezug auf QE gefragt: wenn das alles nur bail-out policy und keine Geldpolitik ist, wessen Konkurs woll(t)en diese Zentralbanken verhindern?

Wir haben früher in diesem Thread lange über die Frage diskutiert, warum die starke Ausweitung der Geldbasis nicht zu Inflation geführt hat. Hierzu hatte ich ein Modell mit Kreditbeschränkung vorgeschlagen, das diese Sache klärt. In den USA, Japan usw. zielt QE nicht auf einen Staaten-Bailout ab, da sind wir uns einig. Es hat dort auch kein Zentralbanker gesagt, er würde Staatsanleihen in dem Moment kaufen, in dem Staatsinsolvenz droht.

Gegen die These von der fiscal dominance spricht auch die Empirie bei der Entwicklung der Staatsdefizite und der Staatsschuldenstände. Bei fiscal dominance sollte „Latein-Europa“ nun einen eindeutig expansiven fiskalpolitischen Kurs einschlagen, weil die Staaten wissen, dass sie von der EZB finanziert werden. Das ist aber nicht zu beobachten (siehe Anlage). Weder

die Defizite noch die Staatsschuldenstände nehmen in „Latein-Europa“ seit OMT (verstärkt) zu. Sie nehmen vielmehr ab oder stagnieren und folgen dem Trend, der auch in den anderen Eurostaaten zu beobachten ist. Überhaupt lässt sich feststellen, dass sich seit LTROs und OMT an den grundsätzlichen Mustern bei Defiziten und Staatsschuldenständen innerhalb der Eurozone praktisch nichts geändert hat. Das kann man beklagen, weil man – kreislauftheoretische Überlegungen ausblendend (was ich als unangemessen werten würde) – erwarten könnte, dass die Konsolidierung in den Krisenstaaten größere Fortschritte machen sollte als in den Nicht-Krisenstaaten. Aber entspricht die bisherige Entwicklung dem, was wir bei Fiskaldominanz erwarten würden?

Bei Fiskaldominanz erwarten wir weiter steigende Schuldenstandquoten. Ihre eigene Graphik zeigt konsistent hierzu, daß die Schuldenstandquote Lateineuropas seit der OMT-Ankündigung gestiegen sind. Bei Vergleich der Endwerte 2011 und 2015 ergibt sich für die Schuldenstandquoten: Spanien **+30%**, Portugal **+18%**, Italien **+16%**, Frankreich **+10%**. Diese Zuwächse sind doch enorm. Ich behaupte nicht, daß es in jedem einzelnen Jahr zu einem Zuwachs kommt, außerdem könnte irgendwann doch einmal der Stabilitätspakt greifen oder Deutschland glaubhaft mit einem Ausstieg drohen. Andererseits kommt die nächste Rezession bestimmt. Meines Erachtens gibt es aus dem Regime fiskalischer Dominanz kein Entrinnen mehr.

Viele Grüße
Stefan Homburg

13.6.2016

Sehr geehrter Herr Mayer,

in meiner letzten Mail an Sie, Herr Mayer, habe ich Sie nach Ihrer Mitverantwortung für die Krise gefragt und hinzugefügt, dass ich keine Antwort erwarte.

Ihr Artikel in der heutigen Frankfurter lässt mich auf diese Frage zurückkommen. Jemand, der so über andere schreibt, ist eine Antwort auf diese Frage schuldig.

Der Titel "Die Fehler der Professoren" ist hetzerisch, Bildzeitungsniveau, wenn nicht schlimmeres. 2008 hat Hans-Werner Sinn dagegen geschimpft, dass man pauschal "die Manager" für die Krise verantwortlich machte, das wecke üble Erinnerungen. Der Vergleich, den Sinn brachte, war aus mehreren Gründen unglücklich gewählt, aber der Punkt war richtig: Kollektivanwürfe haben in einer sachlichen Diskussion nichts zu suchen. Oder meinten Sie auch Herrn Issing?

Vielleicht werden Sie sagen, die Überschrift stamme nicht von Ihnen, sondern von der Zeitung. Dann geht die Kritik an die Verantwortlichen der Frankfurter, die ja auch zu den Empfängern dieser Mail gehören. Im übrigen, Ton und Inhalt des Artikels passen durchaus zur Überschrift.

Im Detail bestätigt der Artikel den Eindruck, den ich schon bei unserem E-Mail-Austausch hatte: Sie bringen immer wieder hetzerische Vorwürfe, ohne diese sachlich korrekt und genau zu begründen.

Der von Ihnen konstruierte Einfluss der neokeynesianischen Lehre auf die Geldpolitik liegt meines Erachtens in Europa nicht vor; in den USA hat Bernankes wissenschaftliche Forschung einen Einfluss auf sein Verhalten in der Krise gehabt - ich kann nur sagen glücklicherweise, denn das Jahr 2009 wäre sonst ganz anders verlaufen. Draghis Aktivismus spiegelt seine Persönlichkeit, nicht aber irgendeine besondere Theorie.

Die persönlichen Unterstellungen gegenüber Yellen als Person, der das Gelingen oder Scheitern ihrer Politik egal ist, weil sie ihre akademische Position sicher hat, ist unwürdig, desgleichen die entsprechende Bemerkung über Draghi.

Sie werfen den Wissenschaftlern vor, sie wären nach der Krise nicht bereit gewesen, sich selbst infrage zu stellen. Damit komme ich auf Sie selbst zurück: Ich hatte Sie selbst genau danach gefragt, ob Sie nicht vor 2008 etwas versäumt haben.

Ich hatte Sie auch darauf hingewiesen, dass Ihre Kurzdarstellung der Krise und ihrer Ursachen in einer früheren Mail etliche Fehler enthielt. Aus dem Umstand, dass Sie daraufhin die Diskussion abbrechen, habe ich geschlossen, dass Sie meine Einwände nicht widerlegen konnten. Der von Ihnen gegenüber den Wissenschaftlern erhobene Vorwurf fällt hier auf Sie selbst zurück.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Sehr geehrter Herr Schnabl,

aus meiner Mail an Herrn Mayer ersehen Sie, dass ich dessen Artikel in der heutigen Frankfurter für untragbar halte. Da Herr Mayer Mitorganisator der Leipziger Tagung ist, möchte ich meine Zusage für eine Keynote Lecture bei dieser Tagung zurückziehen. Mit Herrn Mayers Art, sich zu äußern, will ich nichts mehr zu tun haben.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Sehr geehrter Herr Mayer, sehr geehrter Herr Hellwig!

Ich freue mich immer wieder über gute Unterhaltung! Und: ich bin ja in Amerika, lese die FAZ nicht nur deswegen seltener, und so verpasse ich so komische, klischeebeladene Beiträge wie den von Herrn Mayer! Köstlich! Was für eine gelungene Persiflage! Allerdings --- er war wohl ernst gemeint?

Zumindest hat die FAZ ihn wohl als ernst gemeint für ihre Leser abgedruckt. Das darf man der FAZ nicht vorwerfen. Zuerst muß sie ja Geld verdienen und ihr Publikum bedienen. Da kommt die alte Professorendresche halt gut an, also feste drauf! Eine seriöse Auseinandersetzung mit den oder eine ernsthafte Berichterstattung über die gegenwärtigen Themen und Erkenntnissen der Makroökonomie und monetären Ökonomie wäre zuviel verlangt: das ist teuer, das verkauft sich schlecht, wozu also? Und überhaupt: wo nachschauen? Klar, da gibt es das ziemlich neue Handbook of Monetary Economics und demnächst das neue Handbook of Macroeconomics von Elsevier, zum Beispiel, mit vielen exzellenten Übersichtsartikeln zum Stand der Forschung ... na egal, ich mag der FAZ keinen Vorwurf machen. Die FAZ bietet an, ihre Leser fragen nach, Preis und Menge stimmen offenbar, der Kapitalismus brummt und Deutschland ist ein freies Land, wo jeder sagen kann was ihm grad' so in den Sinn kommt. Von mir aus. Big Macs verkaufen sich auch gut. Und: komisch ist der Artikel von Herrn Mayer ja nun wirklich: ich hätte die FAZ da auch gleich gekauft.

Herr Hellwig hat den Beitrag auch ernst genommen. Das freut mich: irgendwer sollte es tun, sonst denkt das Publikum womöglich noch, der Mayer-Beitrag hat wirklich Substanz! Irgendwie musste ich bei der genialen und treffenden Kritik von Herrn Hellwig daran denken, wie das wohl gewesen wäre, wenn Reich-Ranicki 'mal einen Groschenroman einer Literaturkritik unterzogen hätte ... irgendwie zuviel der Ehre, auf jeden Fall, und dennoch wunderschön.

Ach ja, Herr Mayer, was ist denn nun die konkrete und ernsthaft zu diskutierende Alternative? Gibt es da ein ernstzunehmendes, solides Papier, mit entsprechender Datenanalyse, Erklärung der key facts, überzeugendem Vergleich zu mainstream Theorien? Wo ist das derzeit im Publikationsprozess? Ist das alles schon soweit, das es Zentralbanken einen ernsthaften Orientierungsrahmen bieten könnte? Bitte Roß und Reiter nennen! Ich darf Ihnen versichern: es gäbe ein großes Interesse daran.

P.S.: mir liegt ganz sicher nicht an einer Verteidigung des neukeynesianischen Paradigmas.

Mit freundlichen Grüßen von jenseits des Atlantiks,

Harald Uhlig

Liebe Kollegen,

ich möchte einen Link zu Herrn Mayers Aufsatz beisteuern, weil der Text dort besser lesbar ist:

<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/mayers-weltwirtschaft/mayers-weltwirtschaft-der-fehler-der-professoren-14281729.html>

Ich freue mich auf eine sachliche und emotionsfreie Diskussion.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg,

ich war einige Tage mit anderen Dingen beschäftigt und auch verreist, daher melde ich mich jetzt erst wieder. Ich habe die Zeit genutzt, um Ihr GER Papier zu studieren. Ich habe einige Probleme damit. Das kleinste: Es ist für mich zwar sehr schmeichelhaft, dass Sie mein Papier aus AER 1981 zitieren, aber das Papier hat nichts mit der Verwendung von Sicherheiten bei der Finanzierung von Realinvestitionen zu tun. Es geht um Portfoliowahl bei gegebenen Wertpapieren, Bonds und Aktien, und die Frage, inwiefern borrowing on margin den Raum der Portfolioerträge erweitert und wie.

Das wichtigste: Ihr Papier präsentiert ein schönes Modell, gibt aber keine Anhaltspunkte, warum ich glauben soll, dass Ihr Papier die Erfahrung von Japan erklärt. In meinem Magdeburger Vortrag hatte ich die Praxis kritisiert, dass Theoretiker gerne in der Einleitung ihrer Papiere ein paar sogenannte Fakten skizzieren, dann ein Modell hinschreiben, dessen Ergebnisse mit den Fakten konsistent, und dann behaupten, sie hätten die Fakten "erklärt", ohne dass klar ist, ob die Aussagen des Modells überhaupt gegenüber Modifikationen der Modellannahmen robust sind, und ohne dass der Erklärungswert des Modells in Konkurrenz zu anderen Erklärungsansätzen gesehen wird. Diese Kritik betrifft auch Ihr Japan-Papier.

In diesem Sinn mutet es merkwürdig an, dass Autoren wie Fukao, Hoshi oder Ito, alles Japaner, die die japanische Entwicklung und die japanische Politik sehr kritisch kommentiert haben, bei Ihnen nicht vorkommen. Hoshi und Kashyap (JEP 2004 und NBER WP 2010) geben eine konkrete Verzerrung an, die das japanische Wachstum beeinträchtigt: Zombie-Banken getrauen sich nicht, Zombie-Unternehmen zu schließen, und geben ihnen weiter Kredite. Diese Mittel fehlen bei der Finanzierung neuer Unternehmen. Wichtiger noch: Neue Unternehmen, die mit Zombie-Unternehmen in Wettbewerb gehen wollen, bekommen keine Kredite, da die möglichen Kreditgeber befürchten, dass die Deep Pockets der Zombies einen Wettbewerbserfolg der neuen Unternehmen verhindern werden. (Im Reedereibereich hat der CEO von Maersk vor einem Jahr geklagt, genau das geschehe auch dort, nun allerdings global, und aufgrund der Tatsache, dass Staaten ihre Schiffsbanken stützen und diese wiederum marode Reedereien.) Laut Hoshi und Kashyap ist diese Verzerrung in den Kreditmärkten maßgeblich für das niedrige Produktivitätswachstum in Japan verantwortlich.

In Ihrem Papier übergehen Sie das niedrige Produktivitätswachstum mit einer flapsigen Bemerkung, auch in Deutschland und Korea habe es nach dem hohen Wachstum früherer Jahre eine Abflachung gegeben. Die Differenz zwischen der Pro-Kopf-Wachstumsrate in Deutschland (1,3% p.a.) und Japan (0,8% p.a.) ist allerdings nicht so klein, wie Sie sie machen wollen. Und bei Deutschland ist die Abflachung noch früher erfolgt als in Japan. Die Zahlen sprechen dafür, dass Hoshi und Kashyap einen Punkt haben. Die Theorie, die sie dazu liefern, deutet auch an, dass man Kreditrationierung nicht einfach als Makrophänomen postulieren sollte, sondern auf ihre mikroökonomischen Gründe hin untersuchen sollte.

Der Mikroökonom findet es überhaupt merkwürdig, wenn Rationierung als "Erklärung" verwandt wird, ohne dass zu sehen wäre, wie es zu dieser Rationierung kommt.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Lieber Herr Mayer, lieber Martin, lieber Herr Uhlig, lieber Herr Homburg

Da ich Sonntags grundsätzlich keine Zeitung lese (Ausnahmen auf Reisen ausgenommen), ist mir Ihre Kolumne, Herr Mayer, von gestern entgangen. Ich hätte weniger scharf reagiert als Martin Hellwig; denn, wenn auch die Details wie Martin Hellwig feststellt verkehrt sein mögen, so ist eines sicher richtig: es gibt in der Wissenschaft wie in jedem gesellschaftlichen Bereich „vested interests“. Die werden dann verteidigt, indem man die reale Welt da draußen mit der einmal mühsam erworbenen wissenschaftlichen Brille betrachtet. „Cognitive Dissonance“ (nach Festinger) spielt auch in der Wissenschaft eine große Rolle. Und so kommt es eben häufig zu dem von Max Planck beobachteten Phänomen, das Sie zitieren (Martin: nach meinem Wissen war es wirklich Max Planck, denn ich kenne den Spruch schon seit ich Gymnasiast in Göttingen war, als Thomas Kuhn seine Wissenschaftstheorie noch gar nicht publiziert hatte. Kuhns Theorie hat sozusagen aus diesem Spruch eine ganze Wissenschafts-Soziologie gemacht).

Ich bin kein Wissenschafts-Theoretiker. Daher folgendes zu verstehen als eine Laien-Äußerung: Dass man einen bestimmten theoretischen Ansatz mit einer gewissen Zähigkeit verteidigt, hat nicht nur schlechte, sondern auch gute Seiten. Es ist, wie wir aus der Diskussion des Popperschen Falsifikationsprinzips wissen (Lakatos etc.), nicht so einfach, eine in sich konsistente Theorie zu falsifizieren. Newtons Gravitationstheorie überlebte mehr als 200 Jahre, ehe sie durch Einstein als Grenzfall einer allgemeineren Theorie dargestellt wurde. Auch der homo oeconomicus hat uns gute Dienste geleistet, ehe er im Rahmen der heutigen behavioural economics in Frage gestellt wurde. Vieles konnte man mit seiner Hilfe besser erklären. Man denke nur an Gary Beckers Lebensleistung. Und wie einer der führenden Behaviorists unserer Tage, Mathew Rabin, auf einer Konferenz einmal gesagt hat (vielleicht auch irgendwo publiziert hat): „Die Neoklassik hat doch zu 92 % recht.“ Der Grundansatz der Welt-Erklärung im mikro-ökonomischen Zusammenhang ist doch nach wie vor das neoklassische Modell der rationalen Entscheidung.

Im makro-ökonomischen Zusammenhang gibt es, wie Martin Hellwig ja schon eingewandt hat, miteinander konkurrierende Erklärungsansätze. Ich selbst habe in früheren Beiträgen zu dieser E-Mail-Debatte versucht, zu erklären, weshalb ich in diesem Zusammenhang, die neo-keynesianische Theorie eher akzeptiere als die Real Business Cycle Theorie. Ich habe ja vor einem Jahrzehnt in einem Artikel in ORDO Keynes aus Hayek abgeleitet und dabei auf das Grundphänomen der Moderne rekurriert, die Adam Smith in seinem ersten Satz erwähnt: die Arbeitsteilung als Hauptquelle des Wohlstands. Damit führt für mich ein Makro-Modell, das nur auf perfect competition der Gütermärkte aufbaut, in die Irre. Wenn aber Preise (weit über Menukosten hinaus) vergleichsweise träge reagieren, dann sind wir in einer Welt, die sehr viel besser durch neokaynesianische Modelle als durch perfect competition Modelle erklärt werden. Ein Abrücken von Modellen mit price stickiness würde mir daher sehr schwer fallen, solange das Alternativmodell nicht auch das Fundamental-Phänomen der Arbeitsteilung angemessen darstellen könnte. Die bisherigen Alternativen – soweit mir bekannt – überzeugen mich nicht. Das für die Makro-Theorie grundlegende Phänomen ist für mich, soweit es reale Gütermärkte betrifft, dieses: Mengen produzierter Güter reagieren schneller auf Veränderungen als ihre Preise. (Rohstoffmärkte wie den Erdölmarkt natürlich ausgenommen).

Und in diesem Zusammenhang, lieber Herr Mayer, kann es doch sein, dass die Maßnahmen der Zentralbanken deshalb zu unbefriedigenden Ergebnissen führen, weil sie wegen ZLB zu geringfügig sind.

Nun mag ich zusammen mit allen Keynesianern ja letztlich unrecht haben und man sollte tatsächlich eine ganz andere Politik betreiben. Das will ich als Möglichkeit nicht ausschließen. Jedoch gibt es hier einen zusätzlichen Aspekt, der auch heute wieder von hoher Relevanz ist: die Interdependenz des ökonomischen und des politischen Systems. Vor kurzem hörte ich einen sehr interessanten Vortrag von Hansjörg Klausinger über die Konjunkturtheorie der „Österreicher“ (Hayek, Machlup, Morgenstern, Haberler, Mises) in der Zeit der Großen Depression der dreißiger Jahre. Sie kennen diese Theorien: Reinigungskrise nach einer falschen Politik des leichten Geldes in den zwanziger Jahren, etc. Was mich frappiert hat, war die völlige Nichtbeachtung der politischen Rückwirkungen einer derartigen Politik des Nicht-Handelns – und das in einer Zeit, in der die antiliberalen Kräfte in Österreich und Deutschland gerade wegen der Krise rasch an Zustimmung in der Bevölkerung gewannen. Was ja dann genau diese Autoren in die Emigration gezwungen hat. Und heute? Welcher Zusammenhang besteht zwischen den Erfolgen Donald Trumps und der negativen Leistungsbilanz der USA? Und damit: welcher Zusammenhang besteht zwischen den Erfolgen der deutschen und chinesischen Exportwirtschaft und den Wahlerfolgen Donald Trumps und der Anti-Austerity-Parteien in Lateineuropa? Wenn Ihre Politik-Alternative, lieber Herr Mayer, auf eine Reinigungskrise hinausläuft, wie geht es dann an der Wahlurne weiter?

Natürlich, um nicht falsch verstanden zu werden, hätten wir 5 % Inflation im Euro-Raum, würde ich für Zinserhöhungen plädieren. Aber das macht dann auch Draghi mit. Nur gegenwärtig sehe ich, wie Draghi, dieses Problem nicht.

Ich freue mich auf den Gedankenaustausch in Leipzig nächste Woche.

Beste Grüße

Carl Christian von Weizsäcker

Lieber Herr von Weizsäcker,

nur ein Punkt hierzu, deshalb haben ich den betreffenden Absatz ausgeschnitten:

Am 13.06.2016 um 11:45 schrieb Christian von Weizsäcker:

Ich selbst habe in früheren Beiträgen zu dieser E-Mail-Debatte versucht, zu erklären, weshalb ich in diesem Zusammenhang, die neo-keynesianische Theorie eher akzeptiere als die Real Business Cycle Theorie. Ich habe ja vor einem Jahrzehnt in einem Artikel in ORDO Keynes aus Hayek abgeleitet und dabei auf das Grundphänomen der Moderne rekurriert, die Adam Smith in seinem ersten Satz erwähnt: die Arbeitsteilung als Hauptquelle des Wohlstands. Damit führt für mich ein Makro-Modell,

das nur auf perfect competition der Gütermärkte aufbaut, in die Irre. Wenn aber Preise (weit über Menukosten hinaus) vergleichsweise träge reagieren, dann sind wir in einer Welt, die sehr viel besser durch neokeynesianische Modelle als durch perfect competition Modelle erklärt werden. Ein Abrücken von Modellen mit price stickiness würde mir daher sehr schwer fallen, solange das Alternativmodell nicht auch das Fundamental-Phänomen der Arbeitsteilung angemessen darstellen könnte. Die bisherigen Alternativen – soweit mir bekannt – überzeugen mich nicht. Das für die Makro-Theorie grundlegende Phänomen ist für mich, soweit es reale Gütermärkte betrifft, dieses: Mengen produzierter Güter reagieren schneller auf Veränderungen als ihre Preise. (Rohstoffmärkte wie den Erdölmarkt natürlich ausgenommen).

Ich bin Ihrer Meinung, daß sticky prices-Ansätze besser zu stilisierten Daten des Konjunkturzyklus passen als RBC-Modelle. Zugleich glaube ich, daß diese "sticky versus flexible"-Unterscheidung überschätzt wird, weil die passende Annahme einfach vom Betrachtungszeitraum diktiert wird: Untersuche ich Quartalsdaten, ist "sticky" besser. Untersuche ich mehrjährige Entwicklungen, ist "flexible" besser.

Sie sollten Ihren Ansatz übrigens nicht "neokeynesianisch" nennen, weil dieser Terminus seit 10-20 Jahren Ricardianische Äquivalenz impliziert, die Ihren Ansichten zuwiderläuft.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Hellwig,

Am 13.06.2016 um 09:08 schrieb Martin Hellwig:

Lieber Herr Homburg,

ich war einige Tage mit anderen Dingen beschäftigt und auch verreist, daher melde ich mich jetzt erst wieder. Ich habe die Zeit genutzt, um Ihr GER Papier zu studieren. Ich habe einige Probleme damit. Das kleinste: Es ist für mich zwar sehr schmeichelhaft, dass Sie mein Papier aus AER 1981 zitieren, aber das Papier hat nichts mit der Verwendung von Sicherheiten bei der Finanzierung von Realinvestitionen zu tun. Es geht um Portfoliowahl bei gegebenen Wertpapieren, Bonds und Aktien, und die Frage, inwiefern borrowing on margin den Raum der Portfolioerträge erweitert und wie.

Vielleicht haben Sie meine Formulierung "Following Hellwig" mißverstanden? Sie haben damals short-sale restrictions eingeführt, um zu zeigen, daß Modigliani-Miller dann nicht gilt. Andere haben diese Imperfektion, Ihnen "folgend", zu borrowing constraints ausgebaut, andere später zu collateral constraints. Abstrakt ist es aber immer derselbe Grundgedanke, nämlich daß Aussagen wie $F'(K)=r$ oder Fremdkapital=Eigenkapital bei unvollständigen Märkten in sich zusammenfallen.

Das wichtigste: Ihr Papier präsentiert ein schönes Modell, gibt aber keine Anhaltspunkte, warum ich glauben soll, dass Ihr Papier die Erfahrung von Japan erklärt. In meinem Magdeburger Vortrag hatt eich die Praxis kritisiert, dass Theoretiker gerne in der Einleitung ihrer Papiere ein paar sogenannte Fakten skizzieren, dann ein Modell hinschreiben, dessen Ergebnisse mit den Fakten konsistent, und dann behaupten, sie hätten die Fakten "erklärt", ohne dass klar ist, ob die Aussagen des Modells

überhaupt gegenüber Modifikationen der Modellannahmen robust sind, und ohne dass der Erklärungswert des Modells in Konkurrenz zu anderen Erklärungsansätzen gesehen wird. Diese Kritik betrifft auch Ihr Japan-Papier.

In diesem Sinn mutet es merkwürdig an, dass Autoren wie Fukao, Hoshi oder Ito, alles Japaner, die die japanische Entwicklung und die japanische Politik sehr kritisch kommentiert haben, bei Ihnen nicht vorkommen. Hoshi und Kashyap (JEP 2004 und NBER WP 2010) geben eine konkrete Verzerrung an, die das japanische Wachstum beeinträchtigt: Zombie-Banken getrauen sich nicht, Zombie-Unternehmen zu schließen, und geben ihnen weiter Kredite. Diese Mittel fehlen bei der Finanzierung neuer Unternehmen. Wichtiger noch: Neue Unternehmen, die mit Zombie-Unternehmen in Wettbewerbgehen wollen, bekommen keine Kredite, da die möglichen Kreditgeber befürchten, dass die Deep Pockets der Zombies einen Wettbewerbserfolg der neuen Unternehmen verhindern werden. (Im Reedereibereich hat der CEO von Maersk vor einem Jahr geklagt, genau das geschehe auch dort, nun allerdings global, und aufgrund der Tatsache, dass Staaten ihre Schiffsbanken stützen und diese wiederum marode Reedereien.) Laut Hoshi und Kashyap ist diese Verzerrung in den Kreditmärkten maßgeblich für das niedrige Produktivitätswachstum in Japan verantwortlich.

Hoshi und Kashyap habe ich in meiner Literatur-Datenbank. Es ist ein interessanter behaviouristischer Ansatz, aber kein Makromodell, sondern ein reines Partialmodell, das mit meinem Aufsatz kaum Berührungspunkte hat. Außerdem geht es dort um reale Fragen, bei mir um monetäre.

In Ihrem Papier übergehen Sie das niedrige Produktivitätswachstum mit einer flapsigen Bemerkung, auch in Deutschland und Korea habe es nach dem hohen Wachstum früherer Jahre eine Abflachung gegeben. Die Differenz zwischen der Pro-Kopf-Wachstumsrate in Deutschland (1,3% p.a.) und Japan (0,8% p.a.) ist allerdings nicht so klein, wie Sie sie machen wollen. Und bei Deutschland ist die Abflachung noch früher erfolgt als in Japan. Die Zahlen sprechen dafür, dass Hoshi und Kashyap einen Punkt haben. Die Theorie, die sie dazu liefern, deutet auch an, dass man Kreditrationierung nicht einfach als Makrophänomen postulieren sollte, sondern auf ihre mikroökonomischen Gründe hin untersuchen sollte.

Der Mikroökonom findet es überhaupt merkwürdig, wenn Rationierung als "Erklärung" verwandt wird, ohne dass zu sehen wäre, wie es zu dieser Rationierung kommt.

Dies ist ein prinzipieller Punkt. Als Makroökonom versuche ich, von den Mikroökonomern zu lernen und deren Ergebnisse in mein Makromodell einzufüttern. Da es eine riesige Zahl von Aufsätzen zu Kapitalmarktunvollkommenheiten gibt, brauche ich hier nicht weiterzuforschen. Die Herausforderung makroökonomischer Forschung liegt darin zu untersuchen, ob bestimmte Einsichten der Partialtheorie auch im general equilibrium überleben. Eine zweite entscheidende Herausforderung besteht darin, das Modell mit empirischen Fakten in Übereinstimmung zu bringen.

Ausgangspunkt meiner Forschung war die Frage, wie es sein kann, daß starke Ausweitungen der Geldbasis, aber auch der Geldmenge, über mehrere Jahrzehnte nicht zu Inflation führen. Auf diese

monetäre Frage habe ich eine konsistente Antwort gefunden. Reale Fragen wie die nach der Wachstumsgeschwindigkeit habe ich nicht gestellt und auch nicht beantworten wollen. Meine stilisierten Fakten zu Japan zeigen lediglich, daß dessen Performance inkompatibel ist mit Hansen-Summers-Krugman-Weizsäcker-Szenarien.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Sehr geehrte Teilnehmer der Runde,

ganz emotionsfrei: Sind wir uns eigentlich einig, dass die Kombination von Niedrigzinspolitik und Austerität gescheitert ist? Ich selbst habe diesen Eindruck gewonnen.

Ekkehart Schlicht

Lieber Herr Homburg – vielleicht ist „neo-keynesianisch“ so eng definiert wie Sie schreiben. Dann bin ich eben Keynesianer ohne „Neo“. Aber mein spezifischer Gesichtspunkt der Demographie ist vielleicht neu, wenn auch die Demographie in anderer Weise bei früheren Stagnation-Theorien (etwa Hansen) auch schon eine Rolle gespielt hat.

Nun zur Sache selbst: Konjunkturpolitik ist kurzfristig angelegt, wenn sie sich als aktive „Globalsteuerung“ versteht. Und die alten Bekannten wie Multiplikator und Akzelerator haben in einem Flexpreis-Modell keinen Platz, sind aber m.E. für die Wirklichkeit relevant. Auch die Animal Spirits als abhängige Variable sind nur sinnvoll erfassbar, wenn man das Modell kurzfristig anlegt. Die Minsky-These der dem System inhärenten Instabilität kann man nur mit kurzfristigen Modellen erfassen. In einem Flexpreis-Modell fällt es mir schwer, unfreiwillige Arbeitslosigkeit abzuleiten. Will man diese nicht per Annahme ausschalten, braucht man ein Modell mit Trägheit der Lohn- und Preisbildung. Mein Eindruck ist: die Modellwahl (flexible oder träge Preise) ist stark eine Vorentscheidung bezüglich der Ergebnisse der Analyse.

Daher bin ich skeptisch bezüglich Ihrer Aussage, dass die Modellwahl primär davon abhängen sollte, ob man an der kurzen oder langen Frist interessiert ist.

Daneben ist etwas anderes wichtig: $p > GK$. Diese Ungleichung ist m.E. enorm wichtig. Sie bedeutet im Übrigen auch eine Bremse für „capital deepening“ durch „outsourcing“. Wenn der Betrieb zwecks Vermeidung von betriebsinternen Koordinationskosten die betriebsinterne Kapitalbindung gering halten will, so kann er natürlich outsourcen. Aber wenn $p > GK$, dann ist outsourcen immer auch teuer. Dass die Böhm-Bawerksche Mehrergiebigkeit längerer Produktionsumwege heute voll ausgeschöpft ist, hängt meines Erachtens auch damit zusammen, dass es eben die Outsourcing-Bremse $p > GK$ gibt.

Nun haben Sie vorgeschlagen, dass man à la Dixit-Stiglitz ein monopolistic competition Modell verwendet, um $p > GK$ einzubauen. Aber das ist m.E. nicht der springende Punkt. Bei perfect competition muss der Unternehmer nur seine Kostenkurve kennen, um seine Produktionsentscheidung zu fällen. Bei $p > GK$ muss sich der Unternehmer eingehend mit der Absatzseite befassen. Das ist mühsam und zeitraubend. Daher ist die Preisanpassung etwas, was er nicht täglich oder stündlich macht. Daher mein „Gesetz“: je höher die Marge, desto träger die Preise. Die Produktionsmenge jedoch passt sich täglich an die laufend feststellbare Nachfrage an. Preisänderungen können beim Kunden „schlafende Hunde“ wecken, auch Preissenkungen, aber erst recht Preiserhöhungen. Daher im Zweifel alles beim Alten belassen. (All diese und weitere Überlegungen, die in die gleiche Richtung weisen, beruhen stark auf meinen IO-Erfahrungen, wo ich mit sehr konkreten Fällen in ganz unterschiedlichen Branchen zu tun hatte).

Beste Grüße

CCvW

Lieber Herr von Weizsäcker,

Am 13.06.2016 um 16:23 schrieb Christian von Weizsäcker:

Lieber Herr Homburg – vielleicht ist „neo-keynesianisch“ so eng definiert wie Sie schreiben. Dann bin ich eben Keynesianer ohne „Neo“. Aber mein spezifischer Gesichtspunkt der Demographie ist vielleicht neu, wenn auch die Demographie in anderer Weise bei früheren Stagnation-Theorien (etwa Hansen) auch schon eine Rolle gespielt hat.

Nun zur Sache selbst: Konjunkturpolitik ist kurzfristig angelegt, wenn sie sich als aktive „Globalsteuerung“ versteht. Und die alten Bekannten wie Multiplikator und Akzelerator haben in einem Flexpreis-Modell keinen Platz, sind aber m.E. für die Wirklichkeit relevant. Auch die Animal Spirits als abhängige Variable sind nur sinnvoll erfassbar, wenn man das Modell kurzfristig anlegt. Die Minsky-These der dem System inhärenten Instabilität kann man nur mit kurzfristigen Modellen erfassen. In einem Flexpreis-Modell fällt es mir schwer, unfreiwillige Arbeitslosigkeit abzuleiten. Will man diese nicht per Annahme ausschalten, braucht man ein Modell mit Trägheit der Lohn- und Preisbildung. Mein Eindruck ist: die Modellwahl (flexible oder träge Preise) ist stark eine Vorentscheidung bezüglich der Ergebnisse der Analyse.

Da bin ich in allen Punkten vollkommen einverstanden.

Daher bin ich skeptisch bezüglich Ihrer Aussage, dass die Modellwahl primär davon abhängen sollte, ob man an der kurzen oder langen Frist interessiert ist.

Das sagt der Autor der "Steady State Capital Theory"? Im Ernst: Wenn es um wachstums-theoretische Fragen oder um Fristen von mehreren Jahren geht, sind flexible Preise besser, weil sie auf das wesentliche fokussieren.

Daneben ist etwas anderes wichtig: $p > GK$. Diese Ungleichung ist m.E. enorm wichtig. Sie bedeutet im Übrigen auch eine Bremse für „capital deepening“ durch „outsourcing“. Wenn der Betrieb zwecks

Vermeidung von betriebsinternen Koordinationskosten die betriebsinterne Kapitalbindung gering halten will, so kann er natürlich outsourcen. Aber wenn $p > GK$, dann ist outsourcen immer auch teuer. Dass die Böhm-Bawerksche Mehrergiebigkeit längerer Produktionsumwege heute voll ausgeschöpft ist, hängt meines Erachtens auch damit zusammen, dass es eben die Outsourcing-Bremse $p > GK$ gibt.

Da stimme ich nicht zu. In der Literatur ist seit langem anerkannt, daß monopolistic competition für sich genommen keine Preisträgheiten begründet; Geld ist weiterhin (super-) neutral. Der Grund: Bei einem markup von z. B. 10% erhöhen die Unternehmen die Preise entsprechend dem Kostenanstieg.

Nun haben Sie vorgeschlagen, dass man à la Dixit-Stiglitz ein monopolistic competition Modell verwendet, um $p > GK$ einzubauen. Aber das ist m.E. nicht der springende Punkt. Bei perfect competition muss der Unternehmer nur seine Kostenkurve kennen, um seine Produktionsentscheidung zu fällen. Bei $p > GK$ muss sich der Unternehmer eingehend mit der Absatzseite befassen. Das ist mühsam und zeitraubend. Daher ist die Preisanpassung etwas, was er nicht täglich oder stündlich macht. Daher mein „Gesetz“: je höher die Marge, desto träger die Preise. Die Produktionsmenge jedoch passt sich täglich an die laufend feststellbare Nachfrage an. Preisänderungen können beim Kunden „schlafende Hunde“ wecken, auch Preissenkungen, aber erst recht Preiserhöhungen. Daher im Zweifel alles beim Alten belassen. (All diese und weitere Überlegungen, die in die gleiche Richtung weisen, beruhen stark auf meinen IO-Erfahrungen, wo ich mit sehr konkreten Fällen in ganz unterschiedlichen Branchen

Sticky prices lassen sich auch ohne monopolistische Konkurrenz mit dem simplen Argument rechtfertigen, daß es keinen Auktionator gibt. Außerdem sind sie empirischer Fakt, für mich immer noch das beste Argument.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Christian von Weizsäcker,

On 13.06.2016 16:29, Christian von Weizsäcker wrote:

Lieber Ekkehart Schlicht – ganz so würde ich es nicht sehen. Die Niedrigzinspolitik ist m.E. noch nicht gescheitert. Aber wir wären besser dran, wenn die Staaten, die es sich leisten können – insbesondere Deutschland – eine expansivere Makro-Politik fahren würden, wie es seitens der OECD in den letzten Tagen erneut angemahnt worden ist.

Dem stimme ich völlig zu. Ich hätte deshalb besser fragen sollen: Sind wir uns einig, dass wir mit einer expansiveren Makro-Politik besser gefahren wären? (Dabei kann sich expansiv auf eine Zunahme der Staatsausgaben bei gleichen Steuern oder Steuersenkung bei gleichen Staatsausgaben beziehen, um eventuelle Aversionen gegen jedwede Staatstätigkeit auszublenden.)

Wenn ich Ihren Überlegungen folge ist allerdings ein Scheitern der Kombination aus Niedrigzins und Austerity bei Preisstabilität zwangsläufig.

Für eine Zinserhöhung bei Beibehaltung von Austerity wird sich wohl niemand einsetzen, ausser vielleicht Herr Mayer.

Viele Grüße

Ihr Ekkehart Schlicht

Lieber Harald,

in diesem Verteiler wurde bislang pointiert, aber sachlich und kollegial diskutiert. Du bringst jetzt eine Schärfe hinein, die m. E. unangemessen ist.

Herr Hellwig hat den Mayer-Artikel mit einigen guten Argumenten kritisiert. Der eigentliche Punkt des Mayer-Artikels steht m. E. aber nach wie vor im Raume: Hat die akademische Makrotheorie angesichts der realen Geschehnisse seit 2007 ihre Modelle und ihre Methoden hinreichend kritisch hinterfragt? Oder gibt es systemimmanente Beharrungskräfte, die zu einer Art Betriebsblindheit führen? Herr Mayer wirft diese Frage zwar polemisch auf (wobei die Überschrift vermutlich wirklich von der FAZ gesetzt wurde), aber dass sie gestellt wird, ist grundsätzlich richtig.

Es geht aus dem Mayer'schen Artikel nicht klar hervor, ob er nur das neukeynesianische Modell ablehnt, oder ob er dieses Modell als pars pro toto nimmt und die "herrschende Lehre" in einem weiteren Sinne in Frage gestellt sehen möchte. Wenn es ihm z. B. um den DSGE-Ansatz insgesamt ginge, müsste man ja schon konstatieren, dass es daran sehr viel und gut begründete Kritik gibt, die sich auch seit langer Zeit prominent in der Literatur findet: Da ist die mikroökonomische Forschung mit Sonnenschein (außer Budgetidentität und Homogenität vom Grade Null keine verlässlichen mikroökonomischen Struktureigenschaften auf Makro-Ebene), darauf aufbauend die Hildenbrand-Kirman-Kritik am repräsentativen Agenten, auf experimenteller Ebene Tversky-Kahnemann und viele andere Autoren mit Zweifeln an der Transitivität und Rationalität der Agenten. (Altruismus und Fairness in Präferenzen sind vielleicht Nebenkriegsschauplätze.)

Über all dies bügeln wir in den allermeisten Makro-Modellen einfach hinweg. Auch heterogene Agenten-Modelle erledigen höchstens einen Teil davon. OK. Ich sehe durchaus ein, dass man auch mal Fünfe gerade sein lassen muss. Widerlegt ist diese Kritik deshalb nicht.

Aber nun kommt die Makro-Kritik hinzu. Jedes (lineare) DSGE-Modell impliziert eine VARMA-Struktur. Seit Lippi und Reichlin (1993) wissen wir, dass zu einem gegebenen Makromodell sehr viele beobachtungsäquivalente, aber ökonomisch andersartige Modelle existieren können. Die Literatur zur Fiscal Theory of the Price Level von Leeper (1991) bis Cochrane (2011) hat ebenfalls Schwierigkeiten mit Beobachtungsäquivalenzen herausgearbeitet. Unterschiedliche Regime (active monetary/passive fiscal und ihr Gegenstück) können beobachtungsäquivalent sein, wenn die DGPs der unbeobachtbaren Schocks geeignet gewählt werden oder determinierte Gleichgewichte können beobachtungsäquivalent zu indeterminierten sein.

Sprich: Wir wissen, dass wir mit einer Modellklasse arbeiten, bei der wir aus den Daten nicht eindeutig auf das zugrundeliegende Modell zurückschließen können. Das ist eine sehr fundamentale Kritik und vielleicht fundamentaler als Herr Mayer sie meinte, aber sein Punkt ist m. E. derselbe: Ist die Welt vielleicht ganz anders als wir sie uns gewohnheitsmäßig vorstellen und deshalb wirken Politikmaßnahmen ganz anders als erhofft? Und tun wir genug, um diese Gewohnheiten zu hinterfragen?

Natürlich wird an diesen Fragen geforscht und seit Beaudry und Portier mit großer Intensität. Da es

jede Menge Möglichkeiten gibt, Nichtinvertierbarkeiten im MA-Teil zu generieren (z. B. über Nachrichtendiffusion, die man fast beliebig modellieren kann und über die wir empirisch sehr wenig wissen), gibt es vermutlich sehr viele beobachtungsäquivalente Modelle und damit stellt sich die Frage, ob die Makrotheorie überhaupt hinreichend gefestigte Erkenntnisse hat, um bestimmte Modelle als Basis für Zentralbankentscheidungen zu empfehlen.

Herr Hellwig erwartet von Herrn Mayer, dass er seine Argumente widerlegt. Fair enough. Herr Mayer erwartet vielleicht analog, dass die "herrschende" Makroökonomie die Argumente widerlegt, die gegen ihren Gebrauchswert vorgebracht werden. Seit den Geschehnissen der letzten Jahre halte ich das auch für zunehmend dringlich.

Viele Grüße,

Bernd Lucke

Lieber Herr Lucke,

vielen Dank für Ihren Beitrag. In der Sache sehe ich vieles ähnlich kritisch wie Sie. Ich habe gerade heute bei einer Veranstaltung der ETH einen Vortrag über systemische Risiken gehalten, der u.a. die Kalibrierungsmanie der Makroökonomie infrage stellt. Meine Kritik an Herr Mayers Artikel betraf auch nicht seine Kritik an der neoklassischen Makroökonomie, sondern die Art und Weise, in der diese Kritik mit Unterstellungen und persönlichen Anwürfen arbeitete, inklusive Anwürfen gegen Yellen und Draghi. So etwas gehört nicht in eine kontroverse Debatte und auch nicht in eine Zeitung, die den Status einer Qualitätszeitung beansprucht. Und wenn dann dabei steht, im Privatsektor würden die Risiken durch Diversifizierung u.ä. begrenzt, ich aber genau weiß, dass das nicht der Fall war, siehe z.B. den UBS - Bericht von 2008, so habe ich den Eindruck, dass der Autor doppelte Standards hat, mit Blindheit gegenüber der Welt, der er seine Laufbahn verdankt, und harten Vorwürfen gegen andere.

Nun zur Sache: Die beigefügten Slides sollten deutlich machen, dass ich gegenüber den gängigen makroökonomischen Modellen sehr skeptisch bin. Modelle lehren uns immer nur das, wofür sie gemacht worden sind, geben aber nie ein Gesamtbild. Ich hatte in früheren Mails darauf verwiesen, dass die dynamischen Modelle nicht in der Lage sind, die unterschiedlichen Dynamiken von Asset- und Gütermärkten angemessen abzubilden, dass sie auch nicht in der Lage sind, die Rolle des Geldes als eines Assets, der als Tauschmittel die Transaktionen in den Gütermärkten ermöglicht, angemessen abzubilden. Auf diese Hinweise ist bisher niemand eingegangen, obwohl sie eigentlich den Kern des Zusammenspiels von Finanzsystem und Makroökonomie betreffen.

Die Einschätzung, dass die Makroökonomie (keynesianische und andere) nach der Krise zu wenig getan hat, um das Finanzsystem angemessen einzubeziehen, teile ich. Ein Papier wie Gertler-Kiyotaki enthält eine altmodische Kreditklemme, wie wir sie in den neunziger Jahren sahen, nicht aber die Firesale-/Assetmarkteffekte, wie wir sie 2007/8 und wieder 2011 gesehen haben. Und Zustandsvariable vom Type Schuldenüberhang habe ich in Makromodellen noch nicht gesehen. Anat Admati und ich haben schon länger mit dem Gedanken gespielt, ein Analogon zu "Fallacies, Irrelevant

Facts and Myths" einmal über DSGE-Modelle in der Anwendung zu schreiben. Kapitel 11 des Buchs The Bankers' New Clothes enthält einige Beispiele.

Insofern: ich teile viele Kritik und halte es auch für wichtig, dass die Tendenzen vieler Teildisziplinen, um ihre Schrebergärten hohe Hecken wachsen zu lassen, gefährlich sind und durch eine Herainreden von anderen Ökonomen gebremst werden sollten. Das ist aber etwas anderes als die kollektive Anprangerung einer vorgeblichen Skrupellosigkeit, die sich auf die Sicherheit der wissenschaftlichen Position gründet, auch etwas anders (*Brief bricht hier ab*)

Hellwig

14.6.2016

Lieber Herr Homburg,

der Tenor Ihres Artikels ist der, dass die japanische Entwicklung gar nicht so schlecht war. Dem steht die Entwicklung des Pro-Kopf-Einkommens entgegen. Gewiss, 0,8% ist besser als Italien und nur wenig schlechter als Frankreich, aber bei diesen Ländern wird das niedrige Wachstum auch als Problem diskutiert; auch bei Deutschland mit 1,3% sind die Jahre 1996 bis 2005 mit in der Rechnung drin.

Die Hoshi-Kashyap-Papiere erklären das niedrige Produktivitätswachstum aus einer Verzerrung im Finanzsektor. Bei Fukao und Ito werden noch weitere Verzerrungen genannt. Dass diese Überlegungen nicht in Makromodellen formalisiert wurden, macht die Aussagen nicht ungültig oder irrelevant. Aussagen nur zu berücksichtigen, wenn sie in einem formalen Makromodell präsentiert werden, wäre Dogmatismus und Immunisierung gegen andere Ideen.

Die Hoshi-Kashyap-Papiere sind für Ihre Thesen auch deshalb relevant, weil sie Kreditrationierung bzw. -föhlenkungen betreffen, etwas, das zu den von Ihnen angeführten Erklärungsmechanismen der makroökonomischen Entwicklung gehört. Insofern sind sie für die Einschätzung Ihrer Aussagen (nicht Ihrer Mathematik) als Aussagen zu Japan relevant.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Lieber Herr Homburg

On 13.06.2016 17:04, Stefan Homburg wrote:

Daneben ist etwas anderes wichtig: $p > GK$. Diese Ungleichung ist m.E. enorm wichtig. Sie bedeutet im Übrigen auch eine Bremse für „capital deepening“ durch „outsourcing“. Wenn der Betrieb zwecks Vermeidung von betriebsinternen Koordinationskosten die betriebsinterne Kapitalbindung gering

halten will, so kann er natürlich outsourcen. Aber wenn $p > GK$, dann ist outsourcen immer auch teuer. Dass die Böhm-Bawerksche Mehrergiebigkeit längerer Produktionsumwege heute voll ausgeschöpft ist, hängt meines Erachtens auch damit zusammen, dass es eben die Outsourcing-Bremse $p > GK$ gibt.

Da stimme ich nicht zu. In der Literatur ist seit langem anerkannt, daß monopolistic competition für sich genommen keine Preisträgheiten begründet; Geld ist weiterhin (super-) neutral. Der Grund: Bei einem markup von z. B. 10% erhöhen die Unternehmen die Preise entsprechend dem Kostenanstieg.

$P > GK$ impliziert nicht notwendigerweise monopolistic competition sondern tritt zwangsläufig bei hohen Fixkosten und niedrigen Grenzkosten auf. Dann würde $p = GK$ Verluste implizieren. Das ist nicht wettbewerbsfähig. Wenn ich die Literatur richtig lese ist das aber der Normalfall. $p = GK$ ist eine as-if Konstruktion innerhalb der üblichen Preistheorie. Dies war jedenfalls das Ergebnis der "marginal cost controversy". Leider ist unsere Preistheorie ziemlich daneben, wie jeder Kollege aus der Betriebswirtschaftslehre bestätigen kann - seit Jahrzehnten.

Viele Grüße

Ekkehart Schlicht

Lieber Herr Homburg – wir sind uns, glaube ich, noch nicht einig, was die Rolle und Bedeutung der Preisträgheit in der makroökonomischen Modellbildung betrifft. Sie betonen die Fristigkeit der Betrachtungsweise. Ich will auf etwas anderes hinaus, das nur indirekt mit dieser Frage der Fristigkeit zusammen hängt. Steady State Capital Theory ist eine quasi-statische Theorie. Aus ihr sauge ich, wie Sie wissen, viel Honig. Aber es ist eben eine statische Theorie. Für die Konjunktur-, Geld- und Fiskalpolitik reicht eine statische Theorie nicht aus. Vgl. nur zum Beispiel die eindrucksvollen Folien von Martin Hellwigs ETH-Vortrag von letzter Woche, die er ja in unserem Diskussionskreis herumgeschickt hat.

Ich verwende zur Verdeutlichung einen Vergleich aus den Naturwissenschaften. Man kann einmal die Frage stellen: wie groß ist das Durchschnittsniveau der Niederschläge pro Zeiteinheit auf der ganzen Welt? Dazu brauchen wir eine physikalische Gesetzmäßigkeit der Wasserverdunstung in Abhängigkeit der Wasser- und Lufttemperatur, angemessen gemittelt über den Erdball. Die Klimaforscher können dann daraus Rückschlüsse ziehen, wie sich – zum Beispiel in Abhängigkeit der Menge von Treibhausgasen – die Durchschnittstemperatur auf der Erde entwickelt, da diese ja auch von der Wolkenbildung abhängt, die ihrerseits von der Temperatur abhängt (wobei die Frage, ob Wolken den Treibhauseffekt verstärken oder abschwächen m.W. noch kontrovers diskutiert wird). Für eine solche Analyse benötigt man nicht (oder doch kaum) die Antwort auf die Frage, wie sich die Niederschläge im Einzelnen örtlich und zeitlich verteilen und was die Wirkungen auf das lokale Wetter sind.

Demgegenüber ist die Wetterprognose für einen bestimmten Ort und für die nächsten sieben Tage entscheidend darauf angewiesen, die Dynamik der Luftbewegungen zu analysieren. Da macht man Fortschritte; aber man kann das Wetter nach wie vor nur auf wenige Tage im Voraus einigermaßen zuverlässig prognostizieren.

Analog dazu kann man zum „natürlichen Zins“, wie ich ihn definiere, viel sagen (auch nicht alles), wenn man Steady State Capital Theory betreibt. Und hier ist es in erster Approximation durchaus sinnvoll, Preisträgheit zu ignorieren. Wenn es aber um die Konjunkturdynamik und ihren Zusammenhang mit der Geldpolitik, der Fiskalpolitik und der Bankenregulierung geht, dann macht derjenige m.E. verheerende Fehler, der die Preisträgheit und Lohnträgheit ignoriert.

Zu dieser Preisträgheit nur noch folgende Bemerkung: wenn Sie akademische Literatur zitieren, in der behauptet wird, dass auf Monopolistic Competition Märkten keine Preisträgheit vorherrscht oder vorherrschen muss, dann ist das für mich ein Autor, der von dem realen Marktgeschehen keine Ahnung hat. Wie Martin Hellwig in einer Arbeit mit Ko-Autorin (der Name fällt mir momentan nicht ein) nachgewiesen hat, ist ein Zustand der Monopolistic Competition kein arbitragefreies Gleichgewicht, sofern Transaktionskosten keine Rolle spielen. Das aber bedeutet, dass man Monopolistic Competition nur verstehen kann, wenn man Transaktionskosten mit ins Kalkül zieht. Unvollkommene Information sowohl bei den Nachfragern als auch bei den Anbietern ist der typische Fall bei derartigen Märkten. Und, sofern die Währung, mit der man rechnet und mit der man zahlt, einigermaßen stabil ist, ist von einem Tag auf den anderen die Default Option, den Preis nicht zu ändern. Wie ich vor einigen Tagen schrieb: keine schlafende Hund wecken beim Kunden und beim Konkurrenten.

Wichtig ist meines Erachtens auch noch etwas anderes: vor einem halben Jahrhundert wurde in der Makroökonomie viel über „Okuns-Law“ nachgedacht: mit steigendem Sozialprodukt steigt die Beschäftigung massiv unterproportional. Das hat man damals damit erklärt, dass ein großer Teil des Faktors Arbeit im für die Konjunktur relevanten Zeitrahmen ein fixer Faktor ist. Auch der gemessene Kapitalkoeffizient sinkt mit steigendem Output, weil die Produktionskapazitäten besser ausgelastet sind. Diese empirisch robusten Resultate sind aber nur kompatibel mit einem Modell, in dem die Güterpreise wesentlich höher liegen als die kurzfristigen Grenzkosten. Ein Paper von Thomas von Ungern-Sternberg, das er vor einigen Jahren geschrieben hat, hat diesen Produktivitätseffekt gesteigener Nachfrage zum zentralen Gedanken gemacht. Man kann darüber hinaus sich folgende Frage stellen. Alle Unternehmen machen Verkaufsanstrengungen, z.B. in der Form von Werbung. Man kann nun die Frage stellen, ob diese Verkaufsanstrengungen sozial produktiv sind oder nicht. Vielleicht ist der soziale Produktivitätseffekt durch abnehmende Grenzerträge charakterisiert. Bei geringer Auslastung und daher großen Verkaufsanstrengungen sind diese sozial pro Euro weniger produktiv als bei hoher Auslastung und daher geringeren Verkaufsanstrengungen. Modelle, die derartige Fragen zu beantworten suchen, müssen ebenfalls ein genaueres Verständnis der Preisträgheit haben. Sie sind aber letztlich auch bedeutsam für die Makroökonomie.

Viele Grüße

Carl Christian von Weizsäcker

15.6.2016

Aha.

Ich glaube, zum Mayer-Artikel ist alles gesagt.

MfG

Harald Uhlig

Lieber Herr von Weizsäcker,

ich verstehe ehrlich gesagt nicht, worauf Sie hinauswollen bzw. worin unsere Uneinigkeit bestehen soll. Deshalb hier meine Thesen in Kurzform, verbunden mit der Frage, welcher Sie nicht zustimmen:

1. Für konjunkturtheoretische Fragen eignen sich Modell mit sticky prices.
2. Ein empirisch orientiertes Modell kann $dP/dt = f(Y_d - Y_s)$ unterstellen, um abzubilden, daß Preissetzung ein Suchprozeß ist, der etwas dauert.
3. Bei Fixierung auf "Mikrofundierung" kann man auch Calvo-Pricing unterstellen, das aber sowohl von den Annahmen als auch von den Wirkungen her unplausibel ist.
4. In Abwesenheit exogener Schocks strebt die Wirtschaft in beiden Fällen einem steady state zu. Ob im steady state Preis und Grenzkosten übereinstimmen oder ein markup besteht ist, hat mit der Frage der Preisflexibilität nichts zu tun.

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr von Weizsäcker,

die von mir unter Punkt 2. genannte Funktion $dP/dt = f(Y_d - Y_s)$, die langsame Preisänderungen als Funktion des Output gaps beschreibt, ist eine empirische Funktion, die sich aus Daten schätzen läßt. Sollte das markup hoch sein und sollte Ihre Theorie zum Zusammenhang von markup und Anpassungsgeschwindigkeit stimmen, dann zeigt sich das in der Schätzung.

Methodisch finden wir hier nicht zueinander. Ich bestreite, eine mikroökonomische Theorie der Preissetzung auf Gütermärkten entwickeln zu müssen, um das Thema Niedrigzinsen zu erforschen. Es genügt mir zu sehen, daß Preise und Löhne nicht auf Auktionsmärkten bestimmt werden. Diese empirische Tatsache kann ich in einem Makromodell voraussetzen.

Vielleicht finden Sie meine Reaktion zu scharf, aber mir stehen die ständigen Einwände, daß Makroökonomien die besseren Mikroökonomien seien müssen, bis obenhin. Viel der berechtigten Kritik von Herrn Mayer beruht auf der Entartung, alles mikroökonomisch aus Rationalverhalten über unendliche Perioden erklären zu wollen, wobei es keineswegs stört, wenn die "Erklärungen" eine absurde Calvo-Fee

voraussetzen. Den Kernbeitrag der Makroökonomik sehe ich darin, fallacies of composition und ähnliche Inkonsistenzen zu vermeiden, wie Sie sich im "IS-LM-Modell" und dem verbreiteten partial equilibrium thinking ergeben.

Trotzdem herzliche Grüße
Ihr Stefan Homburg

Leider jetzt in Eile, daher keine ausführliche Antwort: was fallacy of composition ist, hängt zB davon ab, ob die Geldmenge als exogen oder als endogen angenommen wird. in einem sind wir uns einig: behavioral economics hat auch Auswirkungen auf die Makroökonomie.

Gruß

CCvW

Herr Homburg:

"die von mir unter Punkt 2. genannte Funktion $dP/dt = f(Y_d - Y_s)$, die langsame Preisänderungen als Funktion des Output gaps beschreibt, ist eine empirische Funktion, die sich aus Daten schätzen läßt."

Ökonometrisch sollte da sicherlich noch irgendwo ein Fehlerterm auftreten: die Beziehung ist sicher nicht exakt, oder? Und der ist unabhängig ... wovon? Wie wird Identifizierung erreicht?

Man kann da sicher etwas schätzen ... wie, also, und wieso bzw wann ist das brauchbar?

MfG, Harald Uhlig

Lieber Herr Uhlig,

wenn ich links noch durchs Preisniveau dividiere und rechts Inflationserwartung und Fehlerterm hinzufüge, ergibt sich mit $\pi_t = f(Y_d - Y_s) + \pi_{t-1} + \epsilon_t$ eine Standard-Phillipskurve im Inflation-Outputgap-Raum (statt Inflation-Employmentgap).

Man nimmt als Daten die Inflation, die Michigan-Inflationserwartung und als Güternachfrage die Realisation Y . Für das Güterangebot nimmt man die HP-gefilterten Realisationen mit Parameter 1600 oder bei Jahresdaten 6.25, wie von Ihnen vorgeschlagen ;-)

Viele Grüße
Stefan Homburg

Sehr geehrter Herr Homburg:

Das kann man zwar machen, wirft aber jede Menge ökonometrische Fragen auf. Links und rechts stehen Variablen des Zeitpunktes t : was also ist Ursache, was Wirkung? Was ist zB mit Inflationsschocks, die dann die Nachfrage verschieben? Y_s ist wohl eher als "potential" gedacht: $Y_d - Y_s$ ist ja in vielen Theorien = 0. Potential also, und $Y_d - Y_s$ ist der output gap: auch gut, so machen es ja viele. Aber mit einem HP Filter holt man sich jetzt die Zukunft auf die rechte Seite: problematisch für kausale Interpretationen. Man kann versuchen, dem allen mit VARs Herr zu werden, aber das Problem des Auseinanderdividieren von "supply" shocks und "demand" shocks bleibt. Ich könnte meine Montreal World Congress Lecture dazu anhängen, aber das führt vielleicht zu weit ins Detail.

Die Phillips-Kurve ist empirisch inzwischen ohnehin im wesentlichen eine Wolke, die Korrelation ist gering (siehe auch mein Papier "Economics and Reality", wen es interessiert). Es gibt also viele output-gap Bewegungen ohne Inflationsbewegung (woraus dann ein kleiner Koeffizient in Ihrer vorgeschlagenen Regression folgt), aber eben umgekehrt viele Inflationsbewegungen ohne output gap Bewegungen: auch nicht gerade ein Markenzeichen von "klebrigen" Preisen, meine ich. Wie denken Sie über letztere?

Man kann auch versuchen, alles strukturell mit einem neukeynesianischem DSGE Modell zu schätzen, aufbauend etwa auf Smets-Wouters. Ich habe dazu ein Papier mit Chiara Fratto: dort findet man ebenfalls, das die Inflation vor allem durch die autonomen price- und wage-markup-shocks getrieben wird, und nicht durch die Philips-Kurven-Mechanik, obwohl sie zentral im Modell eingebaut ist.

Kurzum: sie sind sicherlich in guter Gesellschaft erstklassiger Ökonomen, die da eine Phillips-Kurve sehen und den "slope" schätzen. Ich bin allerdings zunehmend skeptisch, daß es hier einen ökonometrisch belastbaren Zusammenhang gibt. Inflation bewegt sich zum guten Teil, vielleicht zum größten Teil, aus Gründen, die wir schlecht verstehen. Spannend.

MfG,

Harald Uhlig
16.6.2016

Um das noch mal zu unterstreichen, was Harald gesagt hat:

Bob Hall hat den Punkt der near-exogeneity der Inflationsrate schon in seiner 2011 AEA presidential address gemacht. <http://web.stanford.edu/~rehall/TheLongSlump.pdf> Sektion VI. Figure 12 und 13 sagen eigentlich alles, ganz ohne fancy econometrics.

Das ist keine gute News fuer Phillipskurvenfreunde.

Rüdiger Bachmann

Lieber Herr Uhlig,
lieber Herr Bachmann,

stimmt alles. Zwei Jahre nach Bob Hall hat der andere Makro-Bob (Gordon) indes befunden, die Phillipskurve sei "alive and well", NBER Working Paper 19390. In letzter Zeit erscheinen wieder viele Papier zu diesem Thema.

Blöd, daß wir in der Great Moderation so wenig Varianz in den Daten hatten, das macht alles schwer. Als endlich mal Musik in die Zeitreihen kam, nämlich 2008/09, reagierte die Inflationsrate lehrbuchhaft prozyklisch.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg,

Vielen Dank für Ihre mail, auf die ich nach einer Rückkehr von einer Konferenz gerne antworte. Sie bleiben leider nicht bei den Themen, die Sie selbst aufgeworfen haben, wenn man auf Ihre Argumente eingeht und diesen widerspricht. Drei Beispiele:

a) Sie haben stets behauptet, dass es auf Staatsanleihenmärkten keine Liquiditätsprobleme geben kann, bei Banken aber schon. Ich habe Sie auf einen Literaturstrang aufmerksam gemacht, der das anders sieht. Sie gehen darauf nicht ein. Ist diese Literatur schlicht irrelevant, weil sie zeigt dass Staaten auch illiquide werden können? Statt dessen wiederholen Sie nur die Konsequenz Ihrer Sichtweise, dass Staaten nur insolvent, aber nicht illiquide werden können: dass das OMT den Übergang zu fiscal dominance repräsentiert.

b) OMT wurde politisch Ende Juli 2012 angekündigt, technisch im September 2012 konzipiert und verabschiedet. Seit 2012 steigen die Staatsschuldenquoten in "Latein-Europa" langsamer als zuvor. Wenn mit OMT ein regime change zugunsten fiscal dominance eingeleitet worden wäre, hätten wir das Gegenteil beobachten müssen, gerade wenn die Geldpolitik seitdem so "hyperexpansiv" war und ist wie Sie sie charakterisieren.

[Übrigens: wenn die Menschen den Eindruck eines regime changes hätten, würde es Inflation geben, völlig unabhängig von der Frage, ob und wie sehr Banken Kredite rationieren. Denn Inflation entsteht, wenn das Geldangebot größer ist als die Geldnachfrage. Das dem so ist, wird ja mit Blick auf die expansive Geldpolitik der EZB immer wieder (im- oder explizit) behauptet. Wenn aber die Menschen das Geld nicht halten wollen, dann werden sie versuchen, sich davon zu trennen. Da das gesamtwirtschaftlich nicht geht, steigt die Umlaufgeschwindigkeit und damit das Preisniveau. Wir haben Inflation. Der Bundesbankpräsident hat vor dieser Implikation der fiscal dominance, vor der er ja wie Sie warnt(e), in mehreren seiner Reden in den Jahren 2011 - 2013 hingewiesen. Fiscal dominance führt danach über einen Vertrauensverlust in die Stabilität des Geldes zur Inflation, selbst bei 100% Kreditrationierung. Die Inflation ist aber ausgeblieben, weil die Menschen das Geld nicht

nur nicht loswerden, sondern halten wollten. Das entspricht völlig Friedman und Schwartz, die einen Anstieg der Geldnachfrage bei Finanzkrisen als Liquiditätskrisen diagnostizieren und auf den die Zentralbank reagieren muss (und soll - laut F/S), um Deflation zu vermeiden (was auch gelungen ist). Sind klassische geldtheoretische Arbeiten selbst dann zu verwerfen, ja noch nicht einmal diskussionswürdig, wenn sie die Realität nahezu perfekt erklären?]

c) Sie gehen auch nicht darauf ein, dass eine von Ihnen vorgeschlagene Quelle in weiten Teilen Ihrer Behauptung widerspricht, die LTROs seien eine Einladung der EZB zu einem carry trade gewesen. Hat das keine Konsequenzen für Ihre Position? Warum nicht?

Am Ende Ihrer mails finden sich öfters apokalyptische Sätze wie "wird uns auf die Füße fallen" , "es gibt kein Entrinnen". Es sind Aussagen, die dem Popper Kriterium widersprechen: sie sind nicht falsifizierbar, weil jeder Hinweis, dass wir bisher das Vorhergesagte noch nicht gesehen haben, mit der nicht widerlegbaren Aussage zurückgewiesen werden kann (und auch wird): ja, aber es kommt (noch). Vielleicht kommt es auch noch, z.B. wenn Herr Grilli die nächsten Wahlen in Italien gewinnt. Ich weiß es nicht. Meine Argumentation besagt auch nicht, dass LTROs, OMT und QE keine Probleme aufwerfen, auch und gerade für die lange Frist. Daher bin ich bei Ihnen, wenn man sagen würde: um diesen Problemen zu begegnen, benötigt man 1), 2) und 3). In meinem ersten Beitrag in dieser Runde habe ich darauf hingewiesen, dass meines Erachtens aus ökonomischen Gründen Schritte in Richtung einer Fiskalunion in Europa wohl unabdingbar sind, um diese Probleme so weit wie möglich auszuschließen. „Es gibt kein Entrinnen“ ist dagegen eine Aussage, über die man wissenschaftlich nicht diskutieren kann. Sie sind eher für andere Diskussionsforen geeignet. Über einen Beitrag in einem dieser Foren wurde ja in den letzten Tagen ausführlich diskutiert.

Beste Grüße,

Adalbert Winkler

Lieber Homburg –

Wenn ich mich richtig erinnere, benutzt Gordon die triangle Phillipskurve mit so vielen Lags, dass man natuerlich alles fitten kann. Das hat mit der NK PC in Modellen wenig zu tun, und nuetzt schon gar nicht als strukturelle Beziehung / policy instrument.

Etwas interessanter ist da schon Coibion und Gorodnichenko (<http://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/mac.20130306>), die zeigen, dass nur die erhoehten Inflationserwartungen nach 2009 den Slackeffekt zunichtemachen. Aber war das wirklich exogen und Zufall? Ich stimme Harald zu – wir wissen so gut wie nichts ueber Inflation. Und wenn man sich die Zeitreihen (z.B. in diesem Papier anschaut) so saust die Inflationsrate 2008/2009 mal kurz nach unten, und dann gleich wieder zurueck und das bei Rekord AL Raten. Da ist nichts lehrbuchmaessig.

Im uebrigen zeigt dieses Papier von Gilchrist und Company http://people.bu.edu/sgilchri/research/GSSZ_inflation.pdf dass es sich vielleicht doch lohnt, die Mikroprozesse, die der aggregierten Inflation unterliegen, zu untersuchen.

VG

RB

Ich stimme Rüdiger Bachmann völlig zu: danke!

Noch zusätzlich: es wäre mir neu, wenn Bob Gordon ein Phillips-Kurven-Skeptiker wäre, der es dann trotzdem in seinen Forschungen gefunden hat. Soviel zu "H0".

Harald Uhlig

Lieber Herr Bachmann,

mit all der von uns zitierten Literatur kommt das nun etwas aporetisch rüber. Ich denke aber, ein Teil der scheinbaren Widersprüche beruht auf semantischen Problemen. Der Ausdruck "Phillipskurve" hat einfach mehrere Bedeutungen:

1. Beziehung von W-Dach und Employment-Gap,
2. Beziehung von P-Dach und Output-Gap,
3. Beziehung von P-Dach und Employment-Gap, also über kreuz.

Das alles kann man zudem zweifach für OK (backward-looking) und NK (forward-looking) durchdeklinieren und kommt dann zu sechs Begriffen. Coibion und Gorodnichenko verwenden Typ 3-backward-looking, Gilchrist et al. hingegen Typ 2-forward-looking, und meine harmlose Kurve in der Diskussion mit CCvW war Typ-2-backward-looking.

Eine mögliche Erklärung, warum Typ-3 weniger stabil ist, bietet Casey Mulligans (2012) "Redistribution Recession". Er argumentiert, die Ausweitung von benefits/welfare nach 2008 habe die NAIRU erhöht (was natürlich auch Coiboin et al. thematisieren).

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Ja und?

Ich sagte ja: im Zweifel vertraue ich der eyeball econometrics, und da sieht es einfach schlecht fuer die slack-Idee der Inflation aus. Da bleibe ich bei Bob Hall. Sie koennen das gerne anders halten.

Ich bleibe auch dabei, dass wir viel besser verstehen muessen, wie Preise und vor allem auch Loehne gesetzt werden.

Ich wage mal eine Prognose, die dadurch gedeckt ist, dass viele empirische Nachwuchsmakrooekonomen (nicht die reinen Theoretiker wie Fahri und Wernig) heute auch Mikrooekonomen sind und als solche arbeiten: die Makrooekonomik wird in dieser Richtung Fortschritte machen oder sie wird untergehen und vielleicht ein dem Ordoliberalismus in D nicht unaehnliches Schicksal erleiden: eine Priesterkaste predigt weiter und keiner hoert mehr zu. Einfach irgendwelche Phillipskurven (oder sonstige Postulate) hinschreiben, wird immer weniger gehen (wiewohl wir uns alle auf dem Weg dahin dieser Suenden schuldig machen werden, ich auch).

(Bachmann)

Lieber Herr Bachmann,

ich hab einfach mal zu der Phillipskurve aus meiner fruheren Email auf die Schnelle eine Regression mit US-Daten gemacht.

Also: $\pi_t = a + b \text{Ygap}_t + c \pi_{t-1} + u_t$

Ergebnis: $R^2 = 0.9$, Achsenabschnitt ist Null, t-Werte sind 41 und 5, alles bestens. Keine Lags, kein Voodoo. In der Anlage kommen die Volcker-Reflation und die GroÙe Rezession gut heraus. Was wollen Sie mehr?

Viele GrÙÙe
Ihr Stefan Homburg

17.6.2016

Ich wollte schon waehrend des Spiels antworten, aber irgendwie streikte mein Handy bei 112 Adressen.

Zur Sache: hier kommt es natuerlich sehr drauf an, wie man den output gap definiert / misst. Ist Ihr output gap der HP Trend, wie Sie in einer email angedeutet hatten? Wenn ich mit meiner eyeball econometrics weitermache (nur das kann ich wirklich), so entnehme ich Ihrer Graphik, dass die USA im Jahre 2010 wieder etwa auf Potential war (ich kann den Graph missverstehen). Tabelle 1 in diesem Dokument <http://www.frbsf.org/economic-research/files/el2009-19-update.pdf> wuerde Ihnen Unrecht geben. Ausserdem war die AL Rate in den USA im Jahre 2010 immer ueber 9%, auf dem zweithoechsten Nachkriegsniveau, waehrend die Inflationsrate schon wieder gemuetlich fast auf Vorkrisenniveau war – zugegeben, wieder eyeballing. Sie koennen natuerlich glauben, dass Potential Output in 2010 im Keller war und die NAIRU nach oben schoss – das kann man alles glauben. Meine Kinder glauben aber auch an den Osterhasen. Wir werden uns da nicht einigen.

(Bachmann)

Lieber Herr Bachmann,

1. In meiner Schätzung ist das Outputgap, wie Sie richtig schreiben, die Abweichung des Y vom HP-Trend.
2. Das so geschätzte Outputgap war ab Ende 2008 negativ, auch 2010 durchgehend, und wurde ab Ende 2011 positiv.
3. Bezogen auf Ihre Tabelle stimmt dieses Muster mit der Schätzung von Laubach-Williams überein.

Eine simple expectation augmented Phillipscurve funktioniert für die letzten 50 Jahre also sehr gut, $R^2=0.9$, wenn man sie als Zusammenhang von Inflationsrate und **Outputgap** versteht, nicht aber, wenn man auf das **Employmentgap** abstellt, da gebe ich Ihnen völlig Recht. Dies ist die Langfassung dessen, was ich in der Diskussion mit Carl-Christian von Weizsäcker in einer Nebenbemerkung gesagt hatte.

Viele Grüße
Stefan Homburg

Jetzt bin ich auch etwas pedantisch: der Zusammenhang besteht fuer den letzten Zyklus (das interessiert mich, der overall fit von 0.9 weniger) **dann wenn man den output gap mit Filtern (so wie Sie mit HP oder LW mit dem Kalman Filter) schaeetzt**. Man kann den output gap bekanntermassen auch anders schaeetzen, etwa wie das CBO mit einer growth accounting Methode, und dann sieht es ganz anders aus. Auch der utilization-based gap (der meines Wissens auch nicht direkt auf Arbeitsmarktdaten beruht) spricht eher die Sprache des CBO output gap. Von den arbeitsmarkt-basierten Output gap Massen mal ganz zu schweigen, wie Sie ja zugeben.

Zwei methodische Anmerkungen:

- 1) Es ueberrascht mich nicht, dass Filter den Output gap tendenziell kleiner ausweisen, da sie eben mechanisch auf tatsaechlichem Output beruhen, und wenn der (stark) runter geht, geht auch irgendwann das Potential runter, wenn der Filter nicht ganz starr ist.
- 2) Martin Hellwig hat richtigerweise gefordert, dass wir Theorien nur dann anwenden, wenn sie viele Permutationen der Annahmen und Robustheitschecks ueberstanden haben. Ich denke, fuer eine empirische Regularitaet (oder gar fuer eine strukturelle, ausbeutbare Relation) sollte ein aehnliches Prinzip gelten. Niemand bestreitet, dass man den PC-Zusammenhang so spezifizieren kann, dass er gut aus aussieht. Robust ist dieser Zusammenhang nicht fuer die letzten Jahre.

Ich denke aber nicht, dass wir uns gegenseitig ueberzeugen werden. Muessen wir auch nicht. (Leider) werden wir alle weiter PCs hinschreiben.

(Bachmann)

Um beurteilen zu können, ob eine strukturelle Relation ausbeutbar ist/bleibt, wird man auf Theorie nicht verzichten können. Im konkreten Fall liefert die Arbeit von Blanchard mit Cerutti, und Summers dafür ein gutes Beispiel

The US Phillips Curve: Back to the 60s?

<https://piie.com/publications/policy-briefs/us-phillips-curve-back-60s>

Vgl. auch:

[Low Inflation in the United States: A Summary of Recent Research](#)

[Michael T. Kiley](#)¹ November 23, 2015

Gerhard Illing

Lieber Herr Bachmann,

kurz zur Robustheit: Ein Kalman-Filter führt in der Tat zum praktisch gleichen Ergebnis wie der Hodrick-Prescott-Filter.

Statt gefilterter Daten kann man auch die **Rohdaten** einmal anschauen: Anbei die Große Rezession unter der Lupe, mit US-Wachstumsrate und Inflationsrate. Mich interessiert dieser Zeitraum auch mehr als der vorige, weil man viel Varianz in den Daten hat.

Kapazitätsschätzungen nach einem Zusammenbruch der Bau-
branche führen tendenziell zur Überschätzung des Outputgap:
Bagger und andere Geräte stehen ungenutzt in der Insolvenz-
masse und üben keinen Druck auf die Preise aus.

Viele Grüße
Stefan Homburg

Lieber Herr von Weizsäcker,

heute ist unser Streitgespräch in der Wirtschaftswoche erschienen (Anhang). Unsere Mienen auf dem Photo sind dem Thema "Niedrigzinsen" durchaus angemessen ;-)

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg – Sie hätten recht, wenn es im Euro-Raum Vollbeschäftigung gäbe. Das ist aber nicht der Fall – und wäre selbst dann nicht der Fall, wenn die Löhne in den verschiedenen Mitgliedsländern den Produktivitäten gleich laufen würden. Dann wäre die Arbeitslosigkeit nur gleichmäßiger verteilt. Was im Euro-Raum fehlt, ist ausreichende Nachfrage, da Exportüberschuss und Nettoneuverschuldung des Staates dieses Raums den (bei Vollbeschäftigung) enormen Überhang der privaten Ersparnis über die privaten Investitionen nicht voll kompensieren können. Und eine Lohnsenkung in den schwachen Euro-Staaten würde die Lösung auch nicht bringen, da dann der Euro auf den internationalen Kapitalmärkten massiv aufwerten würde.

Beste Grüße

CCvW

20.6.2016

On 19.06.2016 11:40, Stefan Homburg wrote:

> Lieber Herr Schlicht,

>

> muten Sie den deutschen Löhnen nicht zu viele Aufgaben zu?

> Meines Erachtens sollten die deutschen Löhne die deutschen

> Arbeitsmärkte räumen.

Wahrscheinlich meinen Sie unter "räumen" NAIRU (Abba Lerner's "low full employment").

Dann müsste die Beschäftigung so sein, dass wir eine Inflationsrate von 2% und eine Lohninflation von ca. 2%+Produktivitätswachstum haben. Eine Inflationsrate von 2% haben wir aber nicht und eine entsprechende Lohninflation auch nicht.

Die anderen europäischen Länder müssten ebenso verfahren, oder genauer:

durch interne Abwertung (=geringere Lohnsteigerung als der

Euro-Durchschnitt) oder interne Aufwertung (=höhere Lohnsteigerung als der Euro-Durchschnitt) den Außenhandel ausgleichen.

Außerdem: In Anbetracht der gesetzlichen Vorgabe eines ausgeglichenen Außenhandels sollten die Löhne den deutschen Arbeitsmarkt bei ausgeglichenem Außenhandel räumen (was immer "räumen" heißen mag). Das ist sicher nicht der Fall. Wir haben einen Außenhandelsüberschuss. Wie die Beschäftigung bei höheren Löhnen und damit geringeren Exporten und höheren Importen ausfallen würde ist in Anbetracht der Maastricht-Regeln, vorsichtig ausgedrückt, unklar.

> Durch diese Bedingung sind Lohnniveau

> und -struktur in Deutschland bereits determiniert.

Nein, nur bei ausgeglichenem Außenhandel wäre das der Fall, wobei der Freiheitsgrad der Inflationsrate bleibt...

>

> Wenn man nun fordert, die deutschen Löhne sollten latein- europäische

> Arbeitsmärkte räumen,

hat keiner gesagt. Es geht darum, Lohn disparitäten zu beseitigen.

Deutschland müsste die Nachfrage expandieren um den Außenhandel auszugleichen und es den anderen Ländern zu ermöglichen, ebenfalls den Außenhandel auszugleichen. Der IWF lässt grüßen.

> ist das Problem überdeter-

> miniert. Richtig wäre vielmehr, daß die lateineuropäischen Löhne die

> dortigen Arbeitsmärkte räumen.

Geht nur, wenn deren Löhne fallen oder die deutschen Löhne steigen.

Wegen downward rigidity (ich wiederhole mich) ist die erste Alternative ökonomisch extrem

kostspielig. Das Inflationsziel von 2% wurde ja gerade aus dem Grund gewählt, dass es

Lohnanpassungen zwischen den Ländern weniger kostspielig macht. Die deutsche Politik zerstört die Möglichkeit dieser Anpassungen indem sie sie extrem teuer macht

>

> Insofern beinhaltet Ihre Forderung tatsächlich eine Romanisierung

> Deutschlands, nämlich eine Rückkehr zu hoher Arbeitslosigkeit,

Wieso? Wenn wir die Beschäftigung steigern bekommen wir höhere Arbeitslosigkeit? Das verstehe ich nicht.

Wenn Sie mit "Romanisierung" "Europäisierung" meinen, ist das eine rein terminologische Frage und wohl etwas polemisch. Ich würde jedenfalls, wenn wir in diesen Kategorien bleiben, eine Europäisierung einer Germanisierung vorziehen.

> die wir durch eigene Anstrengungen und Reformen momentan überwunden
> hatten.

Nein, wir haben Beggar thy neighbour-Politik gemacht. Sogar Schäuble hat das wohl in einem lichten Moment verstanden, aber dann schnell wieder vergessen:

<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/tarifverhandlungen-schaeuble-die-loehne-koennen-kraeftig-steigen-11740624.html>

Viele Grüße

Ihr Ekkehart Schlicht

Lieber Herr Homburg

On 15.06.2016 9:41, Stefan Homburg wrote:

mir stehen die ständigen

Einwände, daß Makroökonomen die besseren Mikroökonomien seien müssen,
bis obenhin.

Es tut mir leid, dass Sie eine solche Aversion gegen mikroökonomische Überlegungen hegen. Umgekehrt habe ich eine ähnliche Aversion gegen die totale Ausblendung mikroökonomischer Argumente aus der Makroökonomik.

1. Die modernen Makroökonomen betreiben doch ohnehin Mikroökonomie - allgemeines Gleichgewicht mit einer Unternehmung und einem Haushalt. (Als das angefangen hat habe ich mit Makroökonomik aufgehört.)

2. Zur Preisbildung: Da sind die modernen Makroökonom m.E. ohnehin auf dem falschen Gleis mit ihrer naiven Ansicht über Preisbildung und sollten sich tatsächlich besser informieren. Empirisch betreiben die Unternehmungen typischerweise Varianten von Vollkostenpreisbildung, was auch mindestens seit der marginal cost controversy bekannt ist, in jedem Kostenrechnungsbuch steht und empirisch deutlich ist (neuerdings <http://econpapers.repec.org/RePEc:eee:eecrev:v:79:y:2015:i:c:p:281-296>). Die Unternehmungen verwenden (möglicherweise optimale) Routinen, die wir nicht verstehen. Das heißt aber m.E. nicht, dass irgendwelche a-priori-Konstruktionen mit nicht messbaren Größen vorzuziehen seien weil sie weniger ad hoc wären. Übrigens kann Vollkostenpreisbildung zusammen mit downward wage rigidity und Okun's Gesetz einen gewissen Anhalt zum Verständnis des gegenwärtigen Ausbleibens von Deflation geben, ebenso wie auch zum analogen "missing inflation puzzle" beim Clinton Boom. Passt aber natürlich nicht mit einer neoklassischen Produktionsfunktion mit abnehmenden Erträgen zusammen, außer man postuliert geeignete Korrelationen zwischen Präferenz- und Technologieschocks. Ich halte den Bezug auf mikroökonomische Betrachtungen bezüglich der Preisbildung für sehr angebracht.

3. Die Lohnbildung wird weitgehend ausgeblendet, ist aber mindestens so wichtig wie die Preisbildung, m.E. wegen der Bedeutung der Vollkostenpreisbildung wichtiger. Wegen der Vernachlässigung von Jobleitern, der Diversität von Arbeitsmärkten und der Lohnsetzungspolitiken der Unternehmungen und Tarifparteien ist die Behandlung der Lohnbildung in der Makroökonomik m.E. sehr fragwürdig. Auch hier sollten sich die Makroökonomen vielleicht etwas mehr um die unterliegenden mikro- oder mesoökonomischen Phänomene kümmern.

Es tut mir leid, dass ich Ihnen mit solche Sätzen erneut Unbehagen bereiten muss. Wie kann ich das ändern?

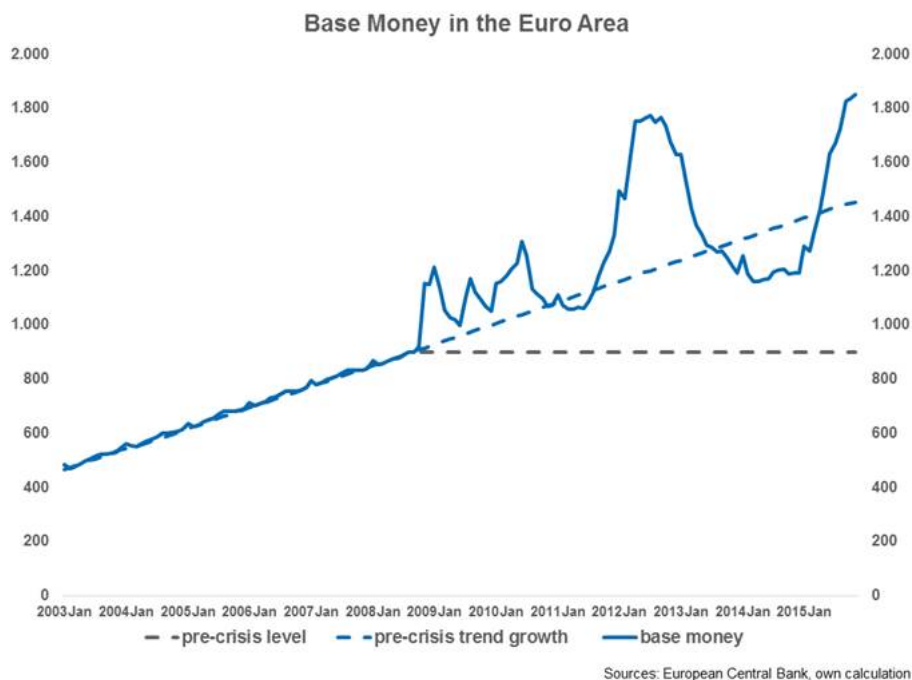
Auf jeden Fall viele Grüße

Ihr Ekkehart Schlicht

Lieber Herr Homburg,

Ihrem Streitgespräch in der WiWo entnehme ich, dass Sie der EZB raten, ihre Bilanzsumme auf das Vorkrisenniveau zu senken. Das wäre aber gegeben dem steigenden Vorkrisen-Trend der Geldbasis eine äußerst restriktive Geldpolitik (siehe Abbildung). Gegeben diesem Vorkrisentrend lässt sich einer Charakterisierung der Geldpolitik als ultra-expansiv zumindest für den Zeitraum Mitte 2013 bis Mitte 2015 nur schwer aufrechterhalten. Die Daten sprechen eher für die These, dass die EZB das QE zu spät gestartet hat.

Mit besten Grüßen,
Markus Demary



Lieber Herr Demary,

schön, daß wir zum Thema Niedrigzinsen zurückkehren.
Ihre Zeilen reflektieren vermutlich die Mehrheitssicht unter Zentralbankern. Wie Bernanke so hübsch sagte: "The problem with QE is it works in practice, but it doesn't work in theory."

Zu Ihrem Einwand: "Ultra-expansiv" mache ich nicht an der

Höhe der Geldbasis fest, sondern an den Überschußreserven, die in den USA und der Eurozone bis 2008 gleich Null waren und seither sehr hoch sind. Positive Überschußreserven indizieren aus meiner Sicht, daß ein "mehr" an Geldbasis geldpolitisch nichts bringt, weil die Mindestreservebeschränkung ohnehin schon Schlupf hat.

Der Schlupf deutet darüberhinaus auf eine grundlegende Störung der Transmission hin, eine Störung, die ich mit dem Begriff "constrained borrowing" beschreibe.

Die Nachteile einer in diesem Sinne ultra-expansiven Geldpolitik bestehen aus meiner Sicht darin, daß die Notenbank die Steuerungsfähigkeit einbüßt und die Öffentlichkeit stark verunsichert wird. Jeder weiß, daß eine spätere Umkehr kaum umsetzbar ist, weil sich bis dahin zu viele Schuldner, insbesondere Staaten, an die Niedrigzinsen gewöhnt haben.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Schlicht:

Zum Segelflugzeug-Vergleich: wenn sich die Situation andauernd so stark ändert, daß die Stellung der Ruder nahezu irrelevant für die Flugrichtung des Flugzeugs wird, dann möchte ich da lieber nicht als Passagier mitfliegen. Und, wir am Boden, sollten uns genau überlegen, welche Ratschläge wir dem Kapitän geben. "Oops, die Konstanten haben sich wohl gerade wieder einmal geändert", ist da nicht sehr hilfreich, fürchte ich.

MfG,
Harald Uhlig

