

Makro-Runde 21.7.16 – 14.2.17

21. 7. 16 Anbei bekommen Sie die Diskussion der letzten Wochen. Mit den besten Grüßen Carl Christian von Weizsäcker

Lieber Herr von Weizsäcker, herzlichen Dank, wie immer, für Ihre Mühe!
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr von Weizsäcker, herzlichen Dank auch meinerseits; Sie haben hier eine ganz ungewöhnliche Institution geschaffen. Dafür kann man Ihnen nur gratulieren - denn Sie waren (und sind) ein kluger Dirigent der Debatte. Beste Grüsse, Ihr Jan Krahen

In meiner Mail von vorhin vergaß ich zwei neue Mitglieder in den Verteiler aufzunehmen. Es sind dies Sascha Steffen, Professor am ZEW an der Universität Mannheim, sowie Florian Buck aus dem Bundesfinanzministerium. Für sie schicke auch noch mal die PDF-Datei zur Diskussion der letzten Wochen. Beste Grüße Carl Christian von Weizsäcker

24.7.16 Jürgen Kocka, Wirtschaftshistoriker am WZB in Berlin, ist nunmehr auch Mitglied der Diskussionsrunde Makroökonomie. Beste Grüße Carl Christian von Weizsäcker

25.7. 16. Einige von Euch wissen wahrscheinlich bereits, dass mein Buch „The Euro and the Battle of Ideas“, das ich zusammen mit Harold James und Jean-Pierre Landau geschrieben habe, Anfang September erscheinen wird. Das Buch durchleuchtet die Eurokrise von verschiedenen Blickwinkeln und stellt unterschiedlichen ökonomischen Denkweisen gegenüber. Ich habe das erste Kapitel des Buches angehängt. (Sorry für die Eigenwerbung.)

Wir hoffen, dass wir auch eine deutsche Übersetzung herausbringen können. Von daher meine Frage: Hat diese Gruppe einen Vorschlag, wie man am besten an deutsche Verlage herantritt. Welche Verlage werden insbesondere empfohlen (die Arbeiten in ein gutes Deutsch übersetzen)? Welche Verlage hätten ein größeres Interesse?

Herzlichen Dank im Voraus. Beste Grüße aus Princeton, Markus Brunnermeier.

Liebe Runde,

Herr Braunberger, den ich ausnahmsweise in Kopie setze, hat das Thema ‘radikale Unsicherheit’ in der heutigen FAZ noch einmal beleuchtet (und nebenbei auch G.L.S. Shackle aus der Obskuritaet hervorgeholt). Ich stimme ihm zu, dass gestiegen Unsicherheit ein wichtiger Grund fuer die niedrigen oder gar negativen Renditen auf sichere Anlagen ist.

Gruss aus dem Sommerloch,

Joachim Fels

Braunberger:

Mittwoch, 27. Juli 2016

Finanzen

Radikale Unsicherheit

Zeitenwende an den Finanzmärkten: In sehr unsicheren Zeiten funktionieren alte Rezepte nicht mehr gut - auch in der Geldpolitik. Von Gerald Braunberger

FRANKFURT, 26. Juli. In regelmäßigen Abständen befragt die Bank of America Großanleger wie Versicherungen, Banken und Fondsgesellschaften rund um den Globus nach ihrer Strategie. Demnach haben die Großanleger im Durchschnitt zuletzt Aktien verkauft; im Gegenzug halten sie heute einen so hohen Anteil ihrer Vermögen auf Bankkonten wie zuletzt im Jahr 2001. In jenem Jahr sorgten die Angriffe vom 11. September nicht nur in den Vereinigten Staaten für ein hohes Maß an zunächst politischer und später auch wirtschaftlicher Unsicherheit.

Nun ergreift in unserer Zeit wirtschaftliche und politische Unsicherheit immer mehr Menschen. Neun Jahre nach dem Ausbruch der Finanzkrise hat die Weltwirtschaft noch immer nicht zu einem dynamischen Wachstum zurückgefunden. Alternde Gesellschaften, hohe private und staatliche Schulden sowie ein die Welt nachhaltig verändernder, aber zumindest bisher die Wirtschaft offenbar kaum belebender technischer Fortschritt tragen ebenso zur Verunsicherung bei wie historisch niedrige Inflationsraten und Zinsen. Auch in politischer Sicht wird die Welt immer unruhiger. Die Menschen wissen nicht, was auf sie zukommt.

Um die Folgen dieser Entwicklung für die Finanzmärkte zu analysieren, ist die Unterscheidung zwischen Unsicherheit und Risiko fundamental. Mit Risiko ist eine Sicht der Welt gemeint, in der die Menschen die Zukunft nicht kennen, aber davon ausgehen, dass sie den denkbaren künftigen Entwicklungen einigermaßen zuverlässig Eintrittswahrscheinlichkeiten zuordnen können, die sie häufig aus vergangenen Erfahrungen ableiten. Ein gewisses Maß an Determinismus ist dieser Weltsicht eigen. An den Finanzmärkten ist dieses Denken sehr weit verbreitet. Die Aufteilung eines Vermögens auf verschiedene Anlageklassen geschieht nicht selten mit dem Blick auf frühere Erfahrungen mit einzelnen Anlageklassen.

Der Blick in die Vergangenheit ist nicht zwingend. Für die britische EU-Abstimmung gab es kaum historische Vorbilder; dennoch äußerten viele Analysten vorher die Einschätzung, die Briten würden mit einer Wahrscheinlichkeit von 75 Prozent für den Verbleib stimmen. Im vergangenen Jahr veröffentlichten Bankökonominnen Wahrscheinlichkeiten für einen Austritt Griechenlands aus der Währungsunion; heute gibt es Schätzungen der Wahrscheinlichkeit einer italienischen Abstimmung über die EU-Mitgliedschaft, falls Ministerpräsident Matteo Renzi aus einer Volksabstimmung über eine Verfassungsänderung im Herbst als Verlierer hervorgehen sollte.

Die an Märkten beliebten Prognosen über den Zeitpunkt und das Ausmaß von Änderungen der Geldpolitik beruhen ebenfalls auf der Vermutung, dass sich die Zukunft zumindest grob in den Griff bekommen lässt. Das führt in einer unsicheren Welt zu der kuriosen Situation, dass Anfang des Jahres viele Beobachter für 2016 vier Leitzinserhöhungen erwarteten, während im Juni keine Leitzinserhöhung als wahrscheinlichste Option galt.

Anders als Risiko bezeichnet Unsicherheit eine Sicht der Welt, in der Aussagen über die Wahrscheinlichkeit von Ereignissen schlichtweg nicht möglich sind. Die Unterscheidung von Risiko und Unsicherheit geht auf den Ökonomen Frank Knight zurück, und kaum zufällig wurde sie in der damals als sehr unsicher wahrgenommenen Zeit zwischen den Weltkriegen veröffentlicht. In einer als ähnlich unsicher wahrgenommenen Zeit scheinen wir zu leben, und die Ungewissheit ergreift nicht nur Großanleger. Nach einer Umfrage der Bank of Scotland spart heute fast die Hälfte der Deutschen Geld zu Hause an, anstatt es zur Bank zu bringen. Ein

Bargeldbestand in den eigenen Wänden Sorge für ein Gefühl der Sicherheit, heißt die wichtigste Ursache.

An den Finanzmärkten wird seit Jahren viel über sichere Anlagen gesprochen - also Anlagen, deren Wert sich vermutlich nicht unversehens stark ändern wird. Sichere Anlagen sind bei Nullinflation vor allem Geld (Bargeld und Bankeinlagen) sowie Anleihen erstklassiger Schuldner. Schon vor Jahrzehnten hatte der Nobelpreisträger James Tobin auf eine enge Verwandtschaft von Bankeinlagen mit sicheren Staatsanleihen verwiesen, während nach seiner Ansicht solche Anleihen und Aktien, deren Kurse oft stark schwanken, sehr unterschiedliche Finanzprodukte sind. Das erklärt, warum keine Massenflucht aus Staatsanleihen in Aktien stattgefunden hat.

Seit Beginn der Krise hat sich die Zahl erstklassiger Anleiheschuldner erheblich reduziert, während die Nachfrage nach solchen Anleihen eher gestiegen ist. Diese Nachfrage nach sicheren Anlagen ist neben dem langsamen Wachstum von Wirtschaft und Produktivität, sehr niedrigen Inflationsraten und einer sehr expansiven Geldpolitik in vielen Industrienationen ein wesentlicher Grund für die hohen Preise solcher Anleihen, deren Renditen damit deutlich zurückgegangen sind.

Heute weisen Anleihen im Gesamtwert von rund 9 Billionen Euro negative Renditen aus. Zwei Drittel dieses Betrages entfallen auf japanische, ein Drittel auf europäische Anleihen. In anderen Industrienationen sind die Renditen positiv, aber auch nahe ihren historischen Tiefständen. Oft ist an den Finanzmärkten zu hören, negative nominale Renditen seien verrückt und unnatürlich. Das mag mit Blick auf frühere Erfahrungen so erscheinen, obwohl früher in Deutschland der Realzins auf Bankeinlagen häufiger negativ war. Auch in einer Welt hoher Unsicherheit bleiben negative nominale Renditen zweifellos erklärungsbedürftige Ereignisse. Sie mögen, sofern sie sich langfristig etablieren sollten, mit bedeutenden wirtschaftlichen Kosten verbunden sein. Aber deswegen ist ihr Auftauchen nicht zwingend ein Beleg für Verrücktheit.

Manche Großanleger sind bereit, Geld zu negativen Zinsen zu parken, sofern die Anlage sicher ist. Der negative Zins ähnelt dann einer Versicherungsprämie. Diese Kapitalanlage muss nicht optimal sein, ein Ausdruck von Irrationalität ist sie nicht. Ebenso wenig ist die Welt durchgedreht, weil sie heute anders ist als früher. Die „gute alte Zeit“ ist kein Topos, der sich sinnvoll für Vorgänge an Finanzmärkten nutzen lässt. Frühere Renditen sind für künftige Renditen ohne Bedeutung.

Ein Spezialist in der Erforschung der Unsicherheit war der heute nahezu vergessene Ökonom George L. S. Shackle. In seiner Vorstellung wird die Zukunft durch heutige Entscheidungen von Menschen beeinflusst, die ihrerseits diese Zukunft aber nicht kennen. Prognosen sind nicht möglich; mit Überraschungen ist immer zu rechnen: „In orientierungslosen Zeiten ist aus wirtschaftlicher Sicht ein katastrophaler Konjunkturreinbruch ebenso möglich wie eine unkontrollierte Inflation und die Zerstörung der Währung oder des Vertrauens in der Gesellschaft.“ Überraschungen müssen aber nicht zu Katastrophen führen: „Es wird eine unvorhersehbare Gesellschaft sein, in der sich Momente oder Intervalle der Ordnung, Sicherheit und Schönheit mit plötzlicher Desintegration und Kaskaden abwechseln, die zu neuen Mustern führen.“ Shackle war kein Nihilist, aber eine starre Ausrichtung an Regeln fand er suboptimal. Ordnung wird in einer unvorhersehbaren Welt zu einem fragilen Konzept.

Dass ein starres Festhalten an scheinbar erprobten Praktiken zum Beispiel in der Geldpolitik und an Finanzmärkten in Zeiten „radikaler Unsicherheit“ problematisch werden kann, hat kürzlich der ehemalige Gouverneur der Bank of England Mervyn King in seinem Buch „The End of Alchemy“ thematisiert: „Die wirtschaftlichen Beziehungen zwischen Geld, Einkommen, Ersparnis und Zinssätzen sind unvorhersehbar, obwohl sie das Ergebnis der Versuche rationaler Menschen sind, sich in einer unsicheren Welt zu orientieren.“ (Eine Rezension dieses Buches ist am 11. Juli im Wirtschaftsteil dieser Zeitung erschienen.)

Seit dem Ausbruch der Finanzkrise wird der Unterschied zwischen Risiko und Unsicherheit wieder wahrgenommen. Als im September 2008 die große amerikanische Versicherung AIG zusammen mit der Investmentbank Lehman Brothers unmittelbar vor dem Zusammenbruch stand, wurde das Management von AIG gefragt, warum es so viele Risiken in seiner Bilanz angesammelt habe. Die Antwort war einfach: Die Versicherung hatte mit Blick auf frühere Erfahrungen Projektionen für die Zukunft gemacht, aber da es in der jüngeren Vergangenheit keine schwere Finanzkrise gegeben hatte, sahen die Risikomodelle von AIG eine solche Krise auch nicht für die Zukunft vor.

Heute stellt sich die Frage, welche Lehren die Geldpolitik ziehen muss, um in einer Zeit hoher allgemeiner Unsicherheit durch eigenes Handeln nicht noch zusätzliche Unsicherheit zu erzeugen. Selbst wohlmeinende Beobachter schütteln mit Blick auf die amerikanische Fed den Kopf, weil die Führung der amerikanischen Notenbank in den vergangenen Monaten sehr widersprüchliche Signale über ihren Kurs aussandte. In Europa stellt sich die Frage, ob die aktuelle Geldpolitik der EZB, die sich sehr wohl aus einem Lehrbuch aus der Vorkrisenzeit ableiten ließe, nicht mittlerweile das Gegenteil von dem bewirkt, was sie bewirken soll. Für eine Welt sehr hoher Unsicherheit, in der auf altbekannte Zusammenhänge kein Verlass mehr scheint, liegt bisher aber kein neues Lehrbuch vor.

Herausforderungen warten auch auf die Kapitalanlage. Eine hohe Präferenz für Sicherheit in unsicheren Zeiten ist verständlich. Aber es gilt eben auch Shackles Erkenntnis, dass unerwartet „Momente oder Intervalle der Ordnung, Sicherheit und Schönheit auftauchen“. Chancen gibt es immer. Auf Patentrezepte und allwissende Anlageberater darf der Anleger jedoch nicht hoffen.

Liebe Kollegen der Makrorunde

Herrlich das Zitat dieses "nahezu vergessenen" Ökonom George L. S. Shackle. In meiner Auffassung hat er das, was man heute als evolutionsökonomik bezeichnet, auf den Punkt getroffen: "Es wird eine unvorhersehbare Gesellschaft sein, in der sich Momente oder Intervalle der Ordnung, Sicherheit und Schönheit mit plötzlicher Desintegration und Kaskaden abwechseln, die zu neuen Mustern führen." Die Aussage besagt in der Interpretation der Evolutionsökonomien, dass sich Phasen großer Instabilität mit Phasen relativer Stabilität abwechseln, wobei das Zusammenspiel hybrid sein kann: Instabilitäten in einzelnen Wirtschaftsbereichen bei gleichzeitiger Stabilität in anderen.

Aus evolutionsökonomischer Sicht sind die Instabilitätsphasen keineswegs gleichzusetzen mit Unsicherheit in Knight'schem Sinne (was die Position

des Nihilismus wäre), weil auch in Situation einer "plötzlichen Desintegration" gewisse Dinge (Szenarien) nicht passieren können bzw. faktisch auszuschließen sind. Die "ungewisse" Zukunft ist also strukturiert und unterscheidet sich von weißem Rauschen. Man weiß über die Zukunft zwar nicht viel, und eindeutige Prognosen sind nicht besonders hilfreich (im Unterschied zu multiplen Prognosen verschiedener Szenarien), doch weiß man nicht nichts. Mit den verschiedenen von der Evolutionsökonomik herangezogenen Methoden lässt sich das auch modellhaft erfassen und empirisch-quantitativ analysieren. Außerdem kann eine profunde Analyse (die gegenüber der Analyse von Stabilitätsphasen natürlich zusätzliche Einflussgrößen einbeziehen muss) den Grad der strukturellen Instabilität der bestehenden "Ordnung, Sicherheit und Schönheit" analysieren und bewerten.

Wie die Evolutionsökonomik im Konkreten zu entsprechenden Aussagen gelangt, kann in diesem Kurzbeitrag nicht ausgeführt werden. Aber beispielsweise aus dem Bereich der Energiewirtschaft (inkl. Emissionshandel) konnte ich etliche Anwendungsfälle herausarbeiten, mit denen die Anwendbarkeit und der Wert der evolutorischen Methodik meines Erachtens nachweisbar ist. Auch habe ich mich etliche Male davon überzeugen können, dass betriebswirtschaftliche Planungen in Phasen von "Unsicherheit" von dem methodischen Rüstzeug der Evolutionsökonomik profitieren.

In diesem Sinne viele Grüße

Prof. Dr. Georg Erdmann

28.7.16

Lieber Herr von Weizsäcker,

mit Blick auf die brisante Situation der europäischen Banken und dem Stress Test am kommenden Freitag habe ich mit Viral Acharya und Diane Pierret eine erneute Analyse der aktuellen Situation der Banken erstellt (ähnlich wie wir das im Rahmen des AQR in 2014 gemacht haben). Der Abstract des Papiers lautet:

Since the start of the Banking Union in November 2014, European banks lost nearly half their market capitalization. Important risks in bank balance sheets are still unaccounted for requiring an even larger recapitalization compared to the capital shortfall estimates of November 2014. The market's assessment of banks' risky assets is still decoupled from their book valuation and associated Basel risk-weights, causing a divergence between market and regulatory assessments of bank capital. Not only Italian but also German and French banks show large capital shortfalls, some of which may require public backstops if losses are not to be passed onto non-subordinated debtholders of banks.

Wäre es möglich dieses Papier über den Verteiler zu verteilen und zur Diskussion zu stellen?

Schöne Grüße

Sascha Steffen

29.7.16. Lieber Herr Steffen – Sie können das Paper gern über den Makro-Verteiler senden. Wir sind natürlich alle gespannt, was bei dem Stresstest rauskommt. Beste Grüße CCvW. PS ich war in den Bergen wandern; daher keine frühere Antwort.

30.7.16. Lieber Herr Weizsaecker,

erneut herzlichen Dank, dass Sie unsere durch die Ideenlandschaft mäandernden interessanten Diskussionen nicht nur dokumentieren, sondern auch immer wieder anstoßen und bereichern.

Mich würde interessieren, wie die Bankenexperten in dieser Runde - Frau Schnabel, Herr Hellwig, Herr Krahn u.a. - die Ergebnisse des jüngsten EU Banken-Stresstests beurteilen. Für mich sind Bankbilanzen nach wie vor äußerst undurchsichtig und ich traue prinzipiell keinem Stresstest.

- Sind die Ergebnisse in der Breite mal wieder so ausgefallen, weil sie nicht schlechter ausfallen durften, oder sollen wir das diesmal ernst nehmen?

- Was sagt uns die Tatsache, dass die Deutsche Bank und die Commerzbank unter den 10 Banken mit dem niedrigsten Eigenkapital im adversen Szenario sind?

- Könnte das wahrscheinliche Drängen der EZB/nationalen Aufseher auf eine weitere Erhöhung der Eigenkapitalquote die Belegung der Kreditvergabe, die Herr Schmieding in früheren Beiträgen so schön dokumentiert hat, abwürgen?

Herzlichen Dank für jeden Hinweis schon jetzt, Ihr Joachim Fels

Joachim Fels

Liebe Kolleginnen und Kollegen, anbei mein nächtliches Statement für die Presse. Beste Grüße (aus dem Urlaub, daher nur kurz)

Isabel Schnabel

Die European Banking Authority und die Europäische Zentralbank betonen nach der Bekanntgabe der Stresstestergebnisse die Widerstandsfähigkeit der europäischen Banken. Da nur sehr spezifische Szenarien getestet wurden, die wesentliche Risikofaktoren wie die Niedrigzinsphase ausgeblendet haben, ist diese Aussage zu weitreichend. Direkte regulatorische Auswirkungen hat der Stresstest nicht. Tatsächlich bleibt intransparent, wie und ob sich die Stresstestergebnisse in regulatorische Kapitalanforderungen übersetzen werden. Ich halte dies für eher unwahrscheinlich, da die Aufseher - ebenso wie die Politik- wiederholt betont haben, dass sie die Banken für ausreichend kapitalisiert halten. Das macht den Stresstest zu einem zahnlosen Tiger. Die Frage ist nun, wie die Märkte reagieren werden. Deren Druck könnte stärker ausfallen als der der Aufseher.

Zu Italien: Monte dei Paschi di Siena hat wie erwartet sehr schwach abgeschnitten. Aus dem Stresstest lässt sich aber keine Gefahr einer systemischen Krise ableiten. Daher dürfte es kaum möglich sein, aufgrund der Stresstestergebnisse von einem Bail-in abzusehen, falls die jüngst angekündigte private Lösung für MPS scheitern sollte.

Zu Deutschland: Die deutschen Banken haben nicht besonders gut abgeschnitten. Vor allem die ungewichteten Eigenkapitalquoten (Leverage Ratios) liegen im adversen Szenario deutlich unter dem europäischen Durchschnitt. Das gilt sowohl für die Großbanken als auch für die geprüften Landesbanken.

Zur Anfrage von Brunnermeyer: Der Finanzbuchverlag böte sich wohl an (da gibt es auch Hellwig/Admati), oder C.H Beck (da gibt es auch Harold James) – oder, warum nicht spaßeshalber Suhrkamp fragen: Das Buch soll ja nicht nur eine Fachgemeinde klüger machen.

Gruß Rainer Hank

Lieber Herr Brunnermeier,

ich füge noch Hanser und Econ an, dort hat Hans-Werner Sinn einige seiner Bestseller publiziert. Übersetzung ist m. E. nicht an den Verlag gekoppelt, weil es hierfür einen separaten Markt gibt. Das "Herantreten" ist unproblematisch. Ich würde im ersten Schritt mehrere Verlage anschreiben und abwarten, wie sie reagieren.

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Brunnermeier,

der Springer-Verlag wäre eine Option (rocio.torregrosa@springer.com, Katharina.Wetzel@springer.com). Ich selber gebe dort die Buchreihe "Financial and Monetary Policy Studies" (FMPS) heraus. Ihr Buch würde m.E. jedoch nicht dort, sondern zentral vermarktet.

Viele Grüße und bis gleich auf der "World Finance Conference" St. John's University, Manhattan Campus

Ansgar Belke

Lieber Herr Brunnermeier, ich habe kürzlich die Herausgeberschaft einer neuen Schriftenreihe im Kohlhammer Verlag übernommen ("Wirtschaftsordnung und Wirtschaftsprozess"), dessen Kurzprofil Sie im Anhang finden. Die Grundidee hierzu – fundierte wirtschaftswissenschaftliche Monographien für einen breiteren Leserkreis jenseits klassischer Lehrbuchformate – geht noch auf Horst Siebert zurück. Ihr Titel würde m. E. hervorragend in das Konzept der Reihe passen. Kommen Sie also gerne diesbezüglich auf mich zu.

Herzliche Grüße Ihr Stefan Kooths

Kleine Anmerkung: Ich finde, dieses tolle Buch gehört in einen Publikumsverlag. Bei Springer & Co. kostet es 82, 70 Euro oder mehr und verschwindet lautlos in den wissenschaftlichen Bibliotheken.

Gruß Rainer Hank.

Lieber Herr Fels,

meine Ansicht zu dem Stresstest in drei Punkten:

1. Methodisch fokussieren die Regulatoren auf das "known unknown" und blenden das "unknown unknown" aus. Wir stimmen sicher überein, daß dies nicht sinnvoll ist.
2. Praktisch alle Zeitungen (auch die qualitativ guten!) berichten heute über zweistellige "Eigenkapitalquoten" und nennen dann die **Kernkapitalquoten** (CET1 capital ratios). Dies sind aber Verhältnisse von Eigenkapital zu risikogewichteten assets, mit Risikogewicht Null für Staatsanleihen.
3. Die wirklichen **Eigenkapitalquoten** (fully loaded leverage ratios, Tabelle 8 des Stresstests) werden nirgends genannt. Hier liegt die Deutsche Bank bei 3.49%. Anbei eine interessante Analyse zur Entwicklung der Eigenkapitalquoten. Sie zeigt, daß die leverage

ratios in den letzten Jahren zugenommen haben, befürchtet aber, daß sich die durchschnittliche leverage ratio in der Eurozone aufgrund des Quantitative Easing verschlechtern wird: QE bläht die Bankbilanzen durch nonborrowed reserves auf, und die Banken müßten bei der derzeit miserablen Gewinnlage wohl permanente Kapitalerhöhungen vornehmen, um ihre leverage ratio zu stabilisieren. Viele Grüße Ihr Stefan Homburg

31.7.16.

Vor Springer kann ich nur warnen. Die publizieren von mir ungenehmigte Reprints meiner Bücher zu Preisen, die höchstens für Bibliotheken bezahlbar sind. Ich habe über Jahre hinweg keinerlei Abrechnung erhalten. Außerdem haben sie die Bücher jahrelang illegal und ohne Rückfrage als E-books vertrieben obwohl sie das Copyright nicht hatten. Deren Rechtsabteilung hat zwei Jahre gebraucht um das zu verifizieren. Ich weiß auch von einem Buch aus einer anderen Disziplin, das denkbar schlecht betreut worden ist. Ekkehart Schlicht

Lieber Herr Kooths – ich komme zurück auf eine Ihrer Bemerkungen zu meinem Vortrag auf der von Gunter Schnabl und anderen veranstalteten Tagung in Leipzig vor gut zwei Monaten. Ich verwies auf die Tatsache, dass der Kapitalkoeffizient im Verlauf der letzten 120 Jahre entgegen der Prognose von Karl Marx und Eugen von Böhm-Bawerk nicht gestiegen ist; und dies, obwohl die heutigen Finanzierungsbedingungen von Investitionen erheblich günstiger sind als sie es im Jahre 1900 waren. Sie wandten ein, dass man daraus keine Prognose für die Zukunft machen könne; denn weshalb sollten nicht Schumpetersche Unternehmer Mittel und Wege finden, die Böhm-Bawerksche „Mehrgiebigkeit längerer Produktionsumwege“ weiter auszudehnen, sodass der spezifische Kapitalbedarf (=Kapitalkoeffizient) weiter steigen könne.

Ich gebe Ihnen recht, dass man die Zukunft nicht voraussagen kann. Aber ich gebe in diesem Zusammenhang folgendes zu bedenken. Ihre Hypothese, dass künftiger technischer und organisatorischer Fortschritt zu einer Steigerung der Mehrgiebigkeit längerer Produktionsumwege führen könnte, ist die Hypothese der Möglichkeit kapitalerweiternden (capital using), also arbeitssparenden technischen Fortschritts im Harrodschen Sinne. Wenn aber der kommende technische Fortschritt arbeitssparend sein sollte, dann verschärft sich das Problem, das heute im Bewusstsein der Menschen vorherrscht, nämlich die Angst vor dem Verlust des Arbeitsplatzes. Wechseln wir jetzt in das Fach der Politischen Ökonomie: dann wird der Staat auf Druck der Wähler intervenieren, um den „arbeitsplatzvernichtenden“ Fortschritt zu bremsen. Dieses Phänomen sehen wir ja schon heute am Werk: sehen Sie nur, welche Knüppel Unternehmen wie Uber zwischen die Beine geworfen werden, um Taxi-Arbeitsplätze zu retten. Es ist politisch viel leichter, Realkapital als Arbeitskräfte freizusetzen.

Aber selbst ohne politische Ökonomie: die “Sharing Economy“ ist doch vor allem kapitalsparender technischer Fortschritt. Das „Sharing“ bezieht sich ja auf Realkapital wie Gebäude, Fahrzeuge, Büroplätze etc. Das fixe Kapital wird intensiver genutzt; also braucht man pro Output-Einheit weniger davon. Die Digitalisierung, die noch kommen wird, macht dieses Sharing immer leichter. Beste Grüße Carl Christian von Weizsäcker

1.8.16.

Liebe Frau Schnabel, lieber Herr Homburg, herzlichen Dank für Ihre Kommentare, die meine Skepsis bezüglich des Stresstests noch bestärken. Ich habe mir erlaubt, einige Ihrer Argumente in meiner Sonntags-Email unten (vierter Absatz) zu verwenden.

Ich habe sehr viel Sympathie für den Hellwig/Admati Vorschlag, die Eigenkapitalquote der Banken deutlich zu erhöhen. Auch noch radikalere Vorschläge wie der von Thomas Mayer, der hier ja schon diskutiert wurde, sind überlegenswert.

Aber wie lässt sich das alles realisieren, ohne dass wir die Konjunktur ganz abwürgen und die Finanzmärkte abstürzen lassen? Vielleicht mit Helikoptergeld -- die Notenbanken schaffen Geld per Knopfdruck, das die Regierungen nutzen um die Banken zwangsweise zu rekapitalisieren. Oder ist das zu kalifornisch und unjuristisch gedacht? Beste Grüße, Joachim Fels.

I don't want to jinx it, but ever since we discussed rising risks and radical uncertainty in a 'stable but not secure' <<https://www.pimco.com/insights/economic-and-market-commentary/secular-outlook/the-global-outlook-stable-but-not-secure>> world at our Secular Forum in May, markets have behaved as if investors, who have been pushed into riskier assets by QE and NIRP, are trying to add some tail risk insurance to their portfolios: since mid-May, the 30-year U.S. Treasury yield is down 40bp, gold is up by 6% and the Japanese yen has appreciated by 7% against the U.S. dollar. More anecdotally, I have encountered plenty of questions about tail risk hedges in client meetings in recent months, and hardly a day goes by without a new broker note or media article about uncertainty.

If you think these fears are exaggerated and you're still not convinced even after reading our secular outlook and my recent note on radical uncertainty <<https://www.pimco.com/insights/economic-and-market-commentary/macro-perspectives/king-keynes-and-knight-insights-into-an-uncertain-economy>>, take a look at this freshly published excellent piece by Jamil Baz, who recently (re-)joined PIMCO as Head of Client Analytics: Seven Salient Left Tail Scenarios <<https://www.pimco.com/insights/viewpoints/quantitative-research-and-analytics/seven-salient-left-tail-scenarios>>. And if you're still not convinced after reading it, you probably forgot to take off those incredibly popular rose-tinted Aviators..

OK, enough of the advertorials and onto this past week's main events – the release of the European bank stress test results, the Bank of Japan's policy announcement, and the U.S. Q2 GDP release. Sadly, these did little to resolve some of the uncertainties out there -- as I see it, they rather added to them.

For starters, consider the European Banking Authority's stress tests for the 51 largest EU banks that were published after Friday's <x-apple-data-detectors://0> market close to give analysts and investors the weekend to digest the results and regulators the time to announce remedies if needed. Generally, from what I'm reading most observers seem to view the results as painting a broadly positive picture of the sector's balance sheet resilience, obviously with wide dispersion. I'm not a bank expert, but I'm neither surprised nor relieved by the outcome:

- First, such tests inevitably subject banks to very specific stress scenarios – usually a handful or so of 'known unknowns' such as an economic recession, falling house prices and stock price declines. Other 'known unknowns' such as a persisting low or negative interest rate environment and its impact on bank profitability over the medium/longer run were not part of the tests.

- Second, by definition stress tests cannot incorporate the 'unknown unknowns', the stuff that is radically uncertain.

- Third, most observers focus on the CET1 ratio, which is a risk-weighted metric where government bonds have zero risk weighting. On this measure, the (fully loaded) capital ratio falls from 12.6% to 9.2% in the assumed adverse scenario. Yet, the aggregate leverage ratio (an unweighted measure that treats all assets equally), falls from 5.2% to 4.2%. This serves to illustrate that despite the increases in capital ratios since the crisis, banks remain very highly levered. Given

the low rate environment and given the world has become more radically uncertain, this is an uncomfortable thought, at least for me.

The second not very confidence-inspiring event this past week was the Bank of Japan's (BoJ) decision to only expand their equity purchases and provide dollar liquidity to banks and to announce a "comprehensive assessment" of their QQE plus NIRP monetary policy framework at the September 20-21 policy meeting. True, bank stocks rallied as rates were not cut further negative. However, markets will now be guessing for almost two months if and how the BoJ's policy framework will change. Did Governor Kuroda simply want to buy more time to convince the government, banks and markets about the appropriateness of more negative interest rates and JGB purchases and to get more clarity on what exactly the Abe government's fiscal stimulus package entails before stepping up easing along these lines? Or are we about to see a significant step away from the current approach to easing to something different, such as outright helicopter money, bond-yield targeting, or even a reversal of NIRP and an end of QE? Nobody outside of the BoJ, and perhaps even nobody inside, knows. Happy guessing!

Last but not least, the disappointing U.S. Q2 GDP advance estimate (+1.2%) produced more questions than answers. How could those tracking estimates and the consensus forecast (+2.6%) be so wrong? What does the fact that GDP growth (after the downward revisions to the previous two quarters) averaged only 1% in the last three quarters tell us about the sensitivity of U.S. economic growth to the appreciation of the dollar in 2014/15? Could potential output growth be even lower than 1.5% (the Fed still is at 2%, by the way)? How much comfort can we draw from a 4.2% growth rate of consumer spending at a time when all other components of GDP contracted?

I certainly don't have all the answers, but my own preliminary takeaways are as follows:

- The economy seems even more sensitive to currency appreciation and the Fed's rate hike campaign that caused it than even doves like me believed. Luckily, that drag will now be abating.
- Potential output growth (y^*) is almost certainly lower than the Fed has estimated so far. The Fed will have to take that estimate down in September.
- As a consequence, the neutral rate of interest (r^*) is probably even lower than the Fed and we at PIMCO have thought. This means policy is less accommodative than generally believed. And this doesn't even account for the tightening of policy that occurred since 2013-14 when the shadow fed funds rate started to rise from deeply negative levels (see my recent piece on the PIMCO blog <http://blog.pimco.com/2016/07/19/fed-hike-of-3-375-lurks-in-the-shadows/>).
- The Fed will have to lower its 2% growth forecast for this year in the September SEP. Following 1% growth in 1H, 2H growth would have to be 3% to get there. Some pickup to 2% or a little more seems realistic from today's vantage point, but a 3% average in Q3 and Q4 looks unlikely.
- This takes a rate hike in September almost completely off the table. Admittedly, this was a stretch anyway given we'll be in the midst of what is already an extremely ugly election campaign.
- If you're still hoping for a rate hike this year, the best scenario I can imagine is two strong labor market reports (the first of which is due next Friday) that could lead the Fed to guide towards a December hike in the September meeting. But I'm not holding my breath. Neither does the market: following the data, the market revised down the probability of the next hike coming in September to only 50%. No you didn't misread -- September 2017, that is. The first full hike is now priced for October 2018.

So much for today's rant. I'll now return to my favorite, though utterly vain, pastime of this weekend: shooing away the hoards of feisty birds that keep feasting in the old but (formerly) fruit-rich fig tree in my garden. If you know of a better remedy, do let me know -- but fast please!

Lieber Herr Fels,

die Kurse der Bankaktien haben die Ergebnisse der Stress-Tests eigentlich schon vorweggenommen. Im Gegensatz zu den Aufsichtsbehörden haben die Märkte das Risiko eines lange anhaltenden Niedrigzinsumfeldes für die Profitabilität der Banken aber berücksichtigt.

Höhere Eigenkapitalquoten sind zwar geboten, die Frage ist aber, auf welchem Weg:

- Bei den derzeit niedrigen Aktienkursen lassen sich die notwendigen Mittel nur schwer einsammeln.
- Bedingt durch die aktuell geringe Profitabilität führt die Einbehaltung von Gewinnen alleine nicht zur Erreichung des gewünschten Zielwerts für die Eigenkapitalquote.
- Bleibt noch die Rückführung der Risikoaktiva, was den Kreditzugang für die Unternehmen erschweren wird und zu einer höheren Nachfrage nach Nicht-Risikoaktiva, wie Staatsanleihen, führen wird.
- Die Zwangsrekapitalisierung ist zwar in einer Krisensituation, die alle Banken betrifft, geboten. In der jetzigen Situation sind einige Banken aber schon wieder ausreichend kapitalisiert. Eine Zwangsrekapitalisierung müsste dann so gestaltet sein, dass der Wettbewerb zwischen den Banken nicht verzerrt wird.
- Bevor staatliche Mittel fließen dürfen, müsste ein Bail-in von mindestens 8 Prozent der Verbindlichkeiten durchgeführt werden. Italien tut sich damit sehr schwer, weil die Retail-Investoren große Verluste tragen müssten. Dem Bail-in müsste eine Umstrukturierung der Bilanzen, wie von Herrn Krahen vorgeschlagen, vorweggehen.
- Helikoptergeld ist zur Finanzierung der Rekapitalisierung gar nicht notwendig. Das TARP-Programm der US-Regierung hat mit einem Plus abgeschlossen. Eine staatliche Bad Bank müsste hierfür allerdings die Non-Performing Loans mit sehr großen Abschlägen übernehmen, möglicherweise sogar zum Preis von 0 Euro (es gab da einen Vorschlag von Schäfer/Zimmermann, 2009, DIW Discussion Papers No. 897). Der Staat steigt dann zu niedrigen Aktienkursen ein. Wenn die Restrukturierung erfolgreich war, müsste eine Reprivatisierung zu höheren Aktienkursen möglich sein.
- Für die Zwangsrekapitalisierung müsste ein Stresstest große Kapitallücken offenlegen. Zu klären ist aber, ob ein lang anhaltendes Niedrigzinsumfeld ein solches Stressszenario im aufsichtsrechtlichen Sinn darstellt.

Mit besten Grüßen,
Markus Demary

Liebe Kolleginnen und Kollegen,

zusammen mit meinen Koautoren Viral Acharya (NYU) und Diane Pierret (HEC Lausanne) habe ich über das Wochenende eine neue Studie zur Kapitalisierung der europäischen Banken unter Verwendung der neuen Daten vom EBA 2016 Stress Test erstellt. Die Studie hänge ich Ihnen zur Information an.

Wir haben die Verluste aus dem Stress Test verwendet und anhand von 3 Methoden den Kapitalbedarf der Banken ermittelt:

1. Die Methode, die die EBA 2014 im Asset Quality Review (AQR) angewendet hat.
2. Die Methode, die die USA im CCAR 2016 angewendet hat.
3. Eine Methode basierend auf Marktdaten (SRISK).

Dieses sind die Kernergebnisse:

1. Anhand der Methode der EBA beträgt der Kapitalbedarf aller 53 Banken ca. €5.6 Mrd., und dieser fällt vollständig bei der Monte Dei Paschi an. Unter Verwendung dieser Methode mag der Anschein entstehen, dass die Banken hinreichend mit Kapital ausgestattet sind.
2. Unter der CCAR 2016 Method beträgt der Kapitalbedarf €123 Mrd. Die Deutsche Bank hat dabei den größten Kapitalbedarf, der sich auf €19 Mrd. beläuft. CCAR verwendet den maximalen Kapitalbedarf basierend auf 4 Kapitalquoten, wobei der Bedarf ausschließlich unter Verwendung der neuen Leverage Ratio anfällt. Die Rangkorrelation zwischen der EBA und der CCAR Methode ist signifikant negativ. Die Ursache ist die Verwendung der risikogewichteten Aktiva bei der EBA Methode, während die Leverage keine Risikogewichtung vornimmt.
3. Die deutschen Banken haben nach CCAR insgesamt über €30 Mrd. Kapitalbedarf.
4. Unter Verwendung von SRISK ermitteln wir einen Kapitalbedarf für die 34 börsennotierten Banken von ca. €640 Mrd. Die Einordnung der Banken entsprechend des Kapitalbedarfs basierend auf der Einschätzung des Marktes stimmt mit der basierend auf der Leverage Ratio überein.
5. Die Unterschiede in der Höhe des Kapitalbedarfs läßt sich auf 3 Arten erklären: (1) unterschiedliche Hürden bzgl der Kapitalquoten (5.5% SRISK vs. 4% CCAR); (2) unterschiedlicher Einfluß der Verluste der Szenarien auf das Eigenkapital der Banken; (3) unterschiedliche Market-to-Book Ratios der Banken am Anfang des Stress Tests.

Wir freuen uns über Kommentare und die weitere Diskussion. Schöne Grüße Sascha Steffen

Lieber Herr Steffen,

Ihren Aufsatz finde ich sehr interessant, vor allem den Punkt, daß der Kapitalbedarf der europäischen Banken bei Verwendung der leverage ratios (an Stelle der capital ratios) 123 Mrd. Euro (statt 5,6 Mrd. Euro) beträgt. Dieses Resultat kommt nahe an die 150 Mrd. Euro heran, die der Chefvolkswirt der Deutschen Bank letzte Woche vom Steuerzahler gefordert hat.

Auch Ihr SRISK-Test, der einen Kapitalbedarf von 640 Mrd. Euro indiziert, ist interessant. In der Tat erscheint es mir plausibel, für die Assets Marktwerte statt Buchwerte anzusetzen, denn das Verhältnis der beiden ist bei vielen Bank doch sehr auffällig, das kann man kaum noch mit Tobins "q" erklären.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

In der Tat sehr interessant, vielen Dank Herr Steffen. Beim US-EU Vergleich ist allerdings zu beruecksichtigen, dass die europaeischen Banken anders als US-Banken nicht einen grossen Teil ihrer Hypotheken an staatlich garantierte Institutionen (Fannie Mae und Freddie Mac) weiterreichen koennen. Schon deshalb sind EU-Banken mehr gehebelt (=niedrigere Leverage ratio). Beim Uebertragen der amerikanischen CCAR Methode auf Europa muesste man die unterschiedlichen Gegebenheiten wohl beruecksichtigen.

Anders gewendet: Hätten wir Fanny und Freddie nicht, wären wahrscheinlich auch die regulatorischen Anforderungen an die Banken in den USA weniger strikt.

Das heißt natürlich nicht, dass ich den europäischen Bankensektor für gesund halte. Mein Einwand ist lediglich, dass es gute Gründe für die unterschiedlichen Stress-Test Methoden in den USA und der EU gibt.

Joachim Fels

4.8.16.

Liebe Kolleginnen und Kollegen,

vielen Dank für die Emails und das sehr positive Feedback. Die Marktreaktionen nach Veröffentlichung der Stresstest-Ergebnisse (-7.5% beim EuroStoxx Banken über 2 Tage) haben unsere Aussagen noch verstärkt.

Wir haben einen kurzen Artikel daraufhin geschrieben, mit einer ganz einfachen Nachricht: Hätte man den Banken frühzeitig das Ausschütten von Dividenden untersagt, hätten damit mehr als 50% des Kapitalbedarfs, den wir in der ersten Studie ermittelt hatten, gedeckt werden können. Dabei wäre keine Diskussion über Bail-in oder Bail-out nötig gewesen, sondern eine sehr einfache (und in den USA auch praktizierte und von der EBA vorgeschlagene) Aufsichtsentscheidung.

Ich hänge Ihnen diese kurze Studie an und hoffe sie stößt auf Ihr Interesse. Schöne Grüße
Sascha Steffen

23.8.16. Lieber Herr von Weizsäcker,

lassen Sie mich meine Antwort etwas einrahmen, da bei unserer Diskussion nicht alle dabei waren und sich die behandelte Thematik hier mittlerweile stark ausdifferenziert hat. Vorab: Ich bin hinsichtlich der Savings-Glut These und den daraus folgenden Politikimplikationen weiterhin sehr skeptisch. Mein Ergebnis deckt sich mit dem von Herrn Homburg, allerdings ist meine Begründung etwas anders gelagert. Daher einige Vorbemerkungen (V.x), dann die einschlägigen theoretisch-praxeologischen Überlegungen (T.x) und schließlich einige empirisch-faktische Aspekte (E.x). Alles nicht zur Belehrung, sondern nur zur Klärung des Gedankenganges.

(V.1) Fraglich ist nicht, ob höhere Ersparnisse das Zinsniveau drücken, sondern ob ein gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht auch Negativzinsen erfordern könnte. Der Vorzeichenwechsel ist m. E. fundamental, hieraus folgt die gesamte übrige Kontroverse.

@Herr Homburg: Also keine rein technische Bedeutung, sondern eine ökonomisch-konzeptionelle Wasserscheide. Wenn es Ihnen nur um Scheinzinsen ging, sind wir uns einig (Kontoführungsgebühren sind keine Zinsen; schon gar nicht können steuerähnliche Zwangsabgaben auf Guthaben, also staatliche Interventionen, darauf hindeuten, ob ökonomische Systemkräfte zu Negativzinsen drängen – ob die Geldpolitik Negativzinsen setzen müsste, soll ja erst durch die Untersuchung geklärt werden).

(V.2) In der Diagnose der weltwirtschaftlichen Entwicklung (und daher auch in der Debatte hier) verflochten sich die möglichen Demografie-Effekte (Vorsorgesparen) mit der monetären Reaktion zur

Stabilisierung des Finanzsystems (Krisennachsorge). M. E. lässt sich die jüngste Weltfinanzkrise und die bis heute nachwirkenden Folgen gut mit dem Erklärungsmuster der monetären Krisentheorie (Mises, Hayek, Huerta de Soto) in Einklang bringen (Finanzkrise = systemische Überschuldungspositionen als Reflex einer realwirtschaftlichen Kapitalstockverzerrung infolge vorangegangener übermäßiger Kreditexpansion). Hierauf gehe ich nicht weiter ein, sondern konzentriere mich auf das demografisch motivierte Überersparnis-Argument.

(T.1) Die Komplexität des Zinsphänomens rührt wohl daher, dass güter- und finanzwirtschaftliche Betrachtungen (Produktion, Einkommen, Finanzierung) mit der Werttheorie kreislaufanalytisch zusammen zu bringen sind. Mir scheint es daher zweckmäßig zu sein, den Kapitalbegriff für die in der Überersparnis-These aufgeworfene Problematik auf die produzierten Produktionsmittel einzuschränken.

@Herr Homburg: Die Betrachtung von Landvermögen (oder anderen aus Vorperioden übernommenen Vermögensbeständen) und die Überlegung, dass der Preis dieser Vermögensgüter bei Nullzinsen unendlich würde und so jede Ersparnis aufsaugen könne, scheint mir kreislaufanalytisch nicht aufzugehen. Die Landverkäufer würden zwar die Zahlungsmittel der Sparwilligen aufnehmen, diese aber nicht ihrerseits für die nicht-absorbierte Produktion ausgeben müssen. Die finanzielle Sphäre kommt dann aber nicht mit der güterwirtschaftlichen zusammen (man kann es auch so ausdrücken: ein Bodenpreisanstieg führt zeitgleich zu Bewertungsgewinnen, eine Nettoabsorption von Ersparnis ist daher auf diesem Weg nicht möglich).

(T.2) Unter dem Zins verstehe ich den Preis für den zeitlichen Abstand, in dem Güter verfügbar werden. Diese Zeitpräferenz bezeichnet die Höherbewertung von Gegenwarts- gegenüber Zukunftsgütern zum heutigen Zeitpunkt (ich betone das hier so lehrbuchhaft, weil die Begriffe Zukunftsgüter und zukünftige Güter sprachlich leicht für Verwirrung sorgen – insbesondere im englischen Sprachraum, wo diese Unterscheidung noch schwieriger ist, vgl. Folie 1 im Anhang). Lagerkosten sind somit keine Zinsen (sie reflektieren einen eigenständigen Ressourcenverbrauch, nicht das bloße Verstreichen von Zeit).

(T.3) Böhm-Bawerk hat seine Zinstheorie in seinen späteren Schriften als Agio-Theorie eingeordnet, die letztlich mit Fetter's Kapitalisierungstheorie zusammenfällt. Dieser Ansatz scheint mir das Wesen des Zinses nach wie vor am besten zu erfassen, um den Zins für die theoretische Analyse im Sinne von T.1 zugänglich zu machen.

(T.4) Der Einsatz von produzierten Produktionsgütern erhöht die Nettoarbeitsproduktivität (Bruttowertschöpfung abzüglich Abschreibungen), weil sich mit diesen Kapitalgütern Naturkräfte im weitesten Sinne (Gravitation, Magnetismus, Photosynthese etc.) für den Produktionsprozess einspannen lassen und diese Naturkräfte keine Rechnung schicken. Weil die Produktion der Kapitalgüter Zeit benötigt, führt die kapitalintensivere Produktion erst später zu konsumierbaren Gütern allerdings dann zu mehr Gütern als ohne die Kapitalgüter produzierbar wären. An dieser Stelle kommt nun eine *reductio ad absurdum* zum Einsatz, aber nicht für die Bewertung des Bodenbestandes (wie bei Herrn Homburg), sondern für die Bewertung der produzierten Kapitalgüter (und dementsprechend der Faktoren, mit denen sie hergestellt werden, so dass die Kreislaufzusammenhänge gewahrt bleiben): Gäbe es keine Gegenwartspräferenz, würden wir also

zukünftige Konsumgüter heute ebenso schätzen wie heutige Konsumgüter (Zins von Null), dann würden sich die Unternehmer in der Zahlungsbereitschaft für Kapitalgüter solange überbieten, bis die gesamte Gegenwartsproduktion investiert würde, weil die Nachfrage nach zusätzlichen Kapitalgütern (= Investitionen) jede endliche Ersparnis – egal wie reichlich sie sein mag – übersteigen müsste (eine technisch produktivere Maschine würde keinen höheren Zins abwerfen, sondern ihr Preis würde steigen und in der Folge würden Produktionsfaktoren von der Konsumgüterproduktion abgezogen).

(T.5) Höhere Ersparnis macht Gegenwartsgüter relativ weniger knapp, so dass sich auch die Anwendung solcher Technologien lohnt, die die Arbeitsproduktivität weniger stark erhöhen als alle bislang schon verwendeten Verfahren. Die Ersparnis ist also der Engpass (dabei spielt es keine entscheidende Rolle, ob diese vom Zins abhängt oder nicht). Im Ergebnis erscheint hier in Reinform die Austrian-Keynes-Kontroverse: Nach der Agio-Theorie passt sich die Investitionstätigkeit an die Ersparnis an, Sie argumentieren – keynesianisch – aufgrund begrenzter Kapitalbindungsmöglichkeiten für eine umgekehrte Kausalität. Ein höhere Sparneigung würde sich dann nicht in einer höheren (realisierbaren) Ersparnis niederschlagen, sondern – mangels Investitionsgelegenheiten – in einem produktions- und einkommensdämpfenden Effekt. Allerdings wird auf diese Weise die keynesianische Kurzfristanalyse als Erklärung für säkulare Effekte in Stellung gebracht. Das scheint mir methodisch nicht ganz unproblematisch.

(E.1) Praktisch mündet damit die Kontroverse in die Frage, ob wir heute schon alle Möglichkeiten ausgereizt haben, Naturkräfte für uns arbeiten zu lassen. Ich meine nicht nur, dass wir dieses Potenzial heute noch nicht ausreizen, sondern dass die Menschheit diese Grenze vermutlich niemals erreicht. Ich teile Böhm-Bawerks Einschätzung, dass sogar der Vorrat bekannter, aber aus Kapitalknappheit noch nicht realisierter Verfahren unsere Möglichkeiten weit übersteigt.

(E.2) Es bedarf also nicht zwingend der Schumpeterschen Innovatoren, um der Ersparnisschwemme auszuweichen. Ohnehin würde ich Schumpeter lieber aus dieser Diskussion heraushalten. Seine Beiträge zur Kapital- und Zinstheorie (z. B. Kreditschöpfung der Banken als Bedingung für positiven Zins) führen auf sehr unsicheren Grund.

(E.3) Global ist (E.1) unter uns ja auch unstrittig – der Durchschnitt der Welterwerbstätigen ist von der Kapitalintensität in den Industrieländern weit entfernt. Natürlich lasse ich Ihren Einwand gelten, dass unzureichend gesicherte Eigentumsrechte in vielen Ländern, die besonders weit weg sind von der Pro-Kopf-Kapitalausstattung der höherentwickelten Welt, die dortigen Investitionsmöglichkeiten hemmen. In den Schwellenländern scheint mir aber auch unter Berücksichtigung dieses Faktums immer noch ein erheblicher Aufholbedarf unbefriedigt zu sein, der nicht allein mit mangelhaften property rights zu erklären ist.

(E.4) Zum arbeitssparenden Fortschritt: Arbeit ist immer ein endlicher Produktionsfaktor, die Erhöhung der Arbeitsproduktivität also lukrativ. Weil Arbeit knapp ist, suchen Menschen überhaupt nach Lösungen, sie sparsamer einzusetzen. Die These von der technologischen Arbeitslosigkeit halte ich für falsch, weil sie Ursache und Wirkung verwechselt. Technischer Fortschritt kommt nicht exogen

über die Menschheit, sondern er ist der Tendenz nach gerichtet, um die jeweils drängendsten Knappheitsprobleme anzugehen. Auch das Moore'sche Gesetz ist letztlich ein ökonomisches Kalkül unter technologischen Nebenbedingungen. Hätte niemand eine Vorstellung davon, was man mit der höheren Prozessorleistung anfangen könnte, käme auch niemand auf die Idee, Milliarden in ihre Entwicklung zu investieren (mehr dazu – immer noch sehr gerafft - in meinem Beitrag zu den Wirtschaftspolitischen Blättern im Anhang).

(E.5) Zum kapitalsparenden Fortschritt: Weil auch Kapitalgüter mit knappen Ressourcen (vor allem Arbeit) produziert werden, gilt auch für diesen Produktionsfaktor das Argument E.4. Uber & Co senken den Leerlauf unserer bisherigen Kapitalgüter. Außer dem damit verbundenen Strukturwandel (kein neues Phänomen) tragen diese Lösungen dazu bei, unsere knappen Ressourcen für anderes zu verwenden (z. B. medizinischen Fortschritt).

(E.6) Zum Kapitalkoeffizienten: Die längerfristige Konstanz trifft zu für die USA in den letzten 60 Jahren, weltweit betrachtet ist dieser Befund nicht so eindeutig (Folie 2). Hinzu kommt, dass global die Humankapitalakkumulation im Trend zunimmt. Auch hierdurch wird ja Ersparnis absorbiert.

(E.7) Mir ist nicht klar, warum zwischen Ersparnisperiode und Investitionsperiode produktionsseitig ein Fristenausgleich bestehen muss. Könnte man nicht verschiedene kürzere Investitionsprozesse hintereinander schalten? Zudem: Wäre nicht sogar die notwendige Fristentransformation (lange Sparperiode, kurze Investitionsperiode) finanzwirtschaftlich viel stabiler möglich als anders herum?

(E.8) Angenommen, es wäre tatsächlich technologisch unmöglich, heutige Wertschöpfung weit genug in die Zukunft zu konservieren. Dann ist es aber auch für den Staat nicht möglich. Er würde dann mit seiner heutigen Verschuldung reine Vermögensillusionen schaffen, die zukünftig enttäuscht werden müssen. Anders ausgedrückt: Güter, die heute niemand konsumieren will (um sie zu sparen) und morgen niemand konsumieren kann (weil sie bis dahin verrotten sind), sollten am besten erst gar nicht produziert werden.

(E.9) Das Ausgabegebaren des Staates scheint mir gerade nicht dafür zu sprechen, dass die in diesem Sektor wirksamen Mechanismen für eine Umsetzung des Vorsorgemotivs sprechen. Im Gegenteil: Vor die Wahl gestellt, ob die heutigen Steuern für konsumnahe Ausgaben (z. B: Sozialleistungen) oder für zukünftige Konsummöglichkeiten (Investitionen) eingesetzt werden sollen, entscheiden die Wähler sehr nachdrücklich für den zeitnahen Konsum. Das spricht zumindest bei kollektiven Entscheidungsprozessen stark für eine hohe Gegenwartspräferenz. Die Entwicklung des öffentlichen Kapitalstocks hierzulande spricht eine klare Sprache. Der Gegenwartskonsum entscheidet die Wahlen.

(E.10) Der Aspekt E.9 scheint mir bei alternder Bevölkerung der Tendenz nach noch zuzunehmen. Einem 80-Jährigen wird eine Rentenerhöhung mehr zusagen als eine Autobahn, die in 5 Jahren fertig wird und dann noch 50 Jahre genutzt werden kann.

(E.11) Das führt mich zur Frage der Persistenz der Überersparnis. Müsste es nicht so sein, dass bei fortschreitender Alterung demnächst die gesamtwirtschaftliche Ersparnis abnimmt und nicht zunimmt? Wenn die zahlreicher werdenden Alten ihre vormalige Ersparnis auflösen, um daraus zu konsumieren (also das Vorsorgemotiv realisieren), dann dürfte die Gegenwartspräferenz im Durchschnitt stark zunehmen. Sind wir in den meisten höherentwickelten Ländern (und auch in China) nicht bereits an der Schwelle zu dieser Entwicklung (vgl. Folie 3)? Dann würden die Marktkräfte auf dem Kapitalmarkt eher wieder für steigende Zinsen sorgen.

Dies sind im Wesentlichen die Gründe, die meine Reserve gegenüber der Überersparnisthese begründen. Die Länge ist dem Versuch geschuldet, beim Einstieg in die Debatte nicht allzu apodiktisch aufzutreten und die Argumente in einen stimmigen Kontext zu bringen.

Mit den besten Grüßen aus Kiel

Ihr Stefan Kooths

24.8.16.

Lieber Herr Kooths – danke für Ihre Antwort. Ich gehe in dieser Mail nur auf Ihren theoretischen Teil ein. Mein Text ist kursiv gesetzt:

T.2) Unter dem Zins verstehe ich den Preis für den zeitlichen Abstand, in dem Güter verfügbar werden. Diese Zeitpräferenz bezeichnet die Höherbewertung von Gegenwarts- gegenüber Zukunftsgütern zum heutigen Zeitpunkt (ich betone das hier so lehrbuchhaft, weil die Begriffe Zukunftsgüter und zukünftige Güter sprachlich leicht für Verwirrung sorgen – insbesondere im englischen Sprachraum, wo diese Unterscheidung noch schwieriger ist, vgl. Folie 1 im Anhang). Lagerkosten sind somit keine Zinsen (sie reflektieren einen eigenständigen Ressourcenverbrauch, nicht das bloße Verstreichen von Zeit). CCvW: *Wenn der Zins positiv ist, dann gilt im Gleichgewicht, dass wegen des zweiten Gossenschen Gesetzes eine zusätzliche Einheit eines Gutes heute mehr wert ist als eine zusätzliche Einheit desselben Gutes morgen. Das aber ist eine wesentlich schwächere (und wohl unkontroverse) Aussage als die Aussage, die ich aus Ihrem Text heraus lese: „Grundsätzlich und immer gilt, dass Gegenwartsgüter höher bewertet werden als künftige Güter“. Diese Aussage bestreite ich. Es gibt zahlreiche Güter, die ich bei gleichem Preis heute und morgen (und Zins von Null) im Schwerpunkt lieber später als heute konsumiere: Beispiel: die optimale intertemporale Verteilung des Gutes „Gesundheitsdienstleistung“ sieht in der Regel so aus, dass man sie im Alter sehr viel intensiver konsumieren will als in der Jugend. Damit aber können Sie die oben unterstrichene Aussage nicht verwenden, um einen positiven Zins quasi a priori abzuleiten.*

(T.3) Böhm-Bawerk hat seine Zinstheorie in seinen späteren Schriften als Agio-Theorie eingeordnet, die letztlich mit Fetter's Kapitalisierungstheorie zusammenfällt. Dieser Ansatz scheint mir das Wesen des Zinses nach wie vor am besten zu erfassen, um den Zins für die theoretische Analyse im Sinne von T.1 zugänglich zu machen. CCvW: *Böhm-Bawerk hat sehr sorgfältig argumentiert. Seine drei Gründe für seine Agio-Theorie müssen im Einzelnen auf ihre Stichhaltigkeit untersucht werden. Ich habe das im Umrissen in meinem Wiener Vortrag im Dogmenhistorischen Ausschuss des VfS getan. S. anbei. Auf eine kurze Formel gebracht: sein erster Grund gilt deshalb nicht universell, weil es Lagerkosten gibt, also die Umwandlung von gegenwärtigen Gütern in künftige Güter mit Kosten verbunden ist. Sein dritter Grund, die Mehrergiebigkeit längerer Produktionsumwege gilt bis zu einem*

bestimmten Punkt; jenseits davon nicht mehr. Hierzu unten mehr. Der zweite Grund (äquivalent Irving Fishers time preference) mag gelten, reicht aber nicht aus, um universell einen positiven Zins abzuleiten.

(T.4) Der Einsatz von produzierten Produktionsgütern erhöht die Nettoarbeitsproduktivität (Bruttowertschöpfung abzüglich Abschreibungen), weil sich mit diesen Kapitalgütern Naturkräfte im weitesten Sinne (Gravitation, Magnetismus, Photosynthese etc.) für den Produktionsprozess einspannen lassen und diese Naturkräfte keine Rechnung schicken. Weil die Produktion der Kapitalgüter Zeit benötigt, führt die kapitalintensivere Produktion erst später zu konsumierbaren Gütern allerdings dann zu mehr Gütern als ohne die Kapitalgüter produzierbar wären. An dieser Stelle kommt nun eine *reductio ad absurdum* zum Einsatz, aber nicht für die Bewertung des Bodenbestandes (wie bei Herrn Homburg), sondern für die Bewertung der produzierten Kapitalgüter (und dementsprechend der Faktoren, mit denen sie hergestellt werden, so dass die Kreislaufzusammenhänge gewahrt bleiben): Gäbe es keine Gegenwartspräferenz, würden wir also zukünftige Konsumgüter heute ebenso schätzen wie heutige Konsumgüter (Zins von Null), dann würden sich die Unternehmer in der Zahlungsbereitschaft für Kapitalgüter solange überbieten, bis die gesamte Gegenwartsproduktion investiert würde, weil die Nachfrage nach zusätzlichen Kapitalgütern (= Investitionen) jede endliche Ersparnis – egal wie reichlich sie sein mag – übersteigen müsste (eine technisch produktivere Maschine würde keinen höheren Zins abwerfen, sondern ihr Preis würde steigen und in der Folge würden Produktionsfaktoren von der Konsumgüterproduktion abgezogen). CCvW: *Ihre Logik gilt nur für den Fall, dass das Gesetz der Mehrenergiebigkeit längerer Produktionsumwege ohne jede Einschränkung gilt. Das aber ist nicht die Realität. Längere Produktionsumwege bedeuten mehr Komplexität. Mehr Komplexität kann ein Stück weit produktiv sein; siehe z.B. höhere Komplexität durch verstärkte Arbeitsteilung (Satz 1 des Wealth of Nations); jedoch kann es auch ein Zuviel an Arbeitsteilung geben. Was die Arbeitsteilung betrifft, gibt es somit einen optimalen Grad der Arbeitsteilung und damit einen optimalen Grad der Komplexität. Analoges gilt für die Produktionsumwege. Man kann diese Erkenntnis auch noch anders ausdrücken: Realkapital besteht aus menschengemachten komplexen Strukturen (Maschinen, Gebäude, Verkehrswege). Nach dem Zweiten Hauptsatz der Thermodynamik (hier also eine Anleihe aus der Physik: das Gesetz der wachsenden Unordnung) bedarf es eines Aufwandes, um künstliche Strukturen instand zu halten: Maintenance Costs. Betriebswirtschaftlich lohnt sich (auch bei einem Zins von Null) die Kapitalausstattung des Arbeitsplatzes nur bis zu einem bestimmten Punkt; von da ab ist eine zusätzliche Bruttoproduktivität der Arbeit überkompensiert durch einen zusätzlichen Maintenance-Aufwand. Gleiches gilt gesamtwirtschaftlich. Oder anders ausgedrückt: auch bei einem Zins von Null lebt der Facharbeiter nicht in einem Schloss, weil ihn dessen Unterhaltskosten ruinieren würden. Oder noch anders ausgedrückt: gerade weil technischer Fortschritt häufig kapitalgebunden ist, lohnt es sich nicht, zu kapitalintensiv zu produzieren. Denn nächstes Jahr gibt es „bessere“ Maschinen, was zu einer Entwertung der alten Maschinen führt. Hierzu schon Solow, Tobin, Weizsäcker, Yaari, Review of Economic Studies 1966.*

(T.5) Höhere Ersparnis macht Gegenwartsgüter relativ weniger knapp, so dass sich auch die Anwendung solcher Technologien lohnt, die die Arbeitsproduktivität weniger stark erhöhen als alle bislang schon verwendeten Verfahren. Die Ersparnis ist also der Engpass (dabei spielt es keine entscheidende Rolle, ob diese vom Zins abhängt oder nicht). Im Ergebnis erscheint hier in Reinform die Austrian-Keynes-Kontroverse: Nach der Agio-Theorie passt sich die Investitionstätigkeit an die Ersparnis an, Sie argumentieren – keynesianisch – aufgrund begrenzter

Kapitalbindungsmöglichkeiten für eine umgekehrte Kausalität. Ein höhere Sparneigung würde sich dann nicht in einer höheren (realisierbaren) Ersparnis niederschlagen, sondern – mangels Investitionsgelegenheiten – in einem produktions- und einkommensdämpfenden Effekt. Allerdings wird auf diese Weise die keynesianische Kurzfristanalyse als Erklärung für säkulare Effekte in Stellung gebracht. Das scheint mir methodisch nicht ganz unproblematisch. CCvW: *Sie haben recht, dass meine Theorie (oder wohl auch die von Larry Summers) des negativen natürlichen Zinses in gewisser Weise eine Übertragung von Keynes auf die lange Frist ist. Aber das ist genau die Innovation – angesichts der Tatsache, dass es den herkömmlichen Denkgewohnheiten der Ökonomen widerspricht. Ich habe mich genau mit dem Verhältnis meiner Theorie zu der von Keynes auseinander gesetzt, publiziert im List-Forum; s. anbei (ursprünglich vorgetragen bei einer Jahrestagung der deutschen Keynes-Gesellschaft). Beim Wiederlesen der General Theory aus diesem Anlass fielen mir im Übrigen die zahlreichen Stellen des Buches auf, die sehr nach säkularer Stagnation klingen. An einer Stelle (ich zitiere aus dem Kopf) schreibt er: immer schon war die Tendenz für die Zukunft durch Sparen vorzusorgen größer als die Tendenz, sich durch Investieren unternehmerisch zu betätigen. Früher war letztere beschränkt durch die Unsicherheit, enteignet zu werden - nicht zuletzt durch Krieg oder Bürgerkrieg; heute ist die Investitionsneigung beschränkt, weil schon so viel Realkapital vorhanden ist. Keynes sagt es nie so; aber als nicht besonders gläubiger Mensch legt er folgendes nahe: eine Funktion der Religion war früher auch, die Investitionstätigkeit durch religiöse Bauten zu stimulieren. Hierzu folgendes Zitat aus der General Theory: "Two pyramids, two masses for the dead, are twice as good as one, but not two railways from London to York" . Im Übrigen mag Sie das Gedankenexperiment interessieren, das ich in dem List-Forum Artikel S. 252 ff darstelle: wie sähe eine Welt aus, in der nicht die Produktionsseite arbeitsteilig organisiert ist, sondern die privaten Haushalte „konsumteilig“ organisiert sind? Dann gilt die General Theory nicht. Ich mache dieses Gedankenexperiment, um dem Leser klar zu machen, dass man Keynes nicht wirklich verstehen kann, wenn man nicht auch das Thema der „spontanen Ordnung“ der Arbeitsteilung berücksichtigt, also auf Satz 1 des Wealth of Nations zurückgeht. Aber Adam Smith baut auf dem Leviathan von Hobbes auf: Gewaltmonopol des Staates. Und dass der „Leviathan“ von Hobbes höchst aktuell ist, erfährt man jeden Morgen beim Frühstück, wenn man die Zeitung liest. Hayeks Wiederbelebung der „spontanen Ordnung“ ist genial; ihre Anwendung durch ihn selbst jedoch sehr einseitig. Man kann Hayek nur dann produktiv verwenden, wenn man Hobbes verstanden hat, damit aber auch Keynes mit einbezieht: der Staat ist der einzige glaubwürdige „Ponzi“. Aber natürlich: die Parlamentarier oder die Stimmbürger sind keine Engel.*

Für heute so viel. Beste Grüße

CCvW

Sehr geehrter Herr Prof. Kooths, Sehr geehrter Herr Prof. von Weizsäcker,

ich habe Ihre Beiträge mit Interesse verfolgt. Ich neige zu der CCvW-Position.

Die Zinstheorie, welche von Herrn Kooths angeführt wird, ist ja eher die des Ludwig von Mises, der den "Urzins" allein aus Böhm-Bawerk's zweitem Grund ableitet, also aus der systematischen Unterbewertung zukünftiger Bedürfnisse.

Den ersten Grund, die Präferenz für Konsumglättung, lehnt er ja gerade deswegen ab, weil dieser einen negativen Gleichgewichtszins begründen kann (aus den von CCvW genannten Gründen, e.g.,

Vorsorgenotstand) und er grundsätzlich nicht-kontingente und zeitinvariante Bestimmungsgründe für den Gleichgewichtszins suchte (sogenannte "Praxeologie").

In diesem Zusammenhang insistiert Mises, dass der Gleichgewichtszins nur im Rahmen der "evenly rotating economy" (ERE) bestimmbar ist. Die ERE ist das klassische Gleichgewichtskonzept: stationär und langfristig (relatives Kapitalangebot ist endogen). Bei Geltung des zweiten Grundes kann der Gleichgewichtszins in Mises' ERE gar nicht negativ sein. Aber das ist halt wenig robust (und typisch für das ungute Vorgehen der "Praxeologen", die durch restriktive Annahmen gewonnene Modellvorhersagen als universelle Konstanten zu verkaufen): nicht-stationäre Gleichgewichte lassen Negativzinsen zu (man beachte: schon steady-state Gleichgewichte können das). "Der" Gleichgewichtszins ist eben nicht die metaphysische Urkonstante zu der Mises ihn machen wollte.

Ein gleichgewichtiger Negativzins ist überhaupt nicht abwegig: so wie der Relativpreis zwischen Äpfeln und Birnen im Gleichgewicht so oder so ausfällt (je nach relativen Knappheiten), kann der Relativpreis zwischen Konsum heute und Konsum morgen so oder so ausfallen (je nach intertemporalen Knappheiten).

Ich habe ein Paper zu diesem Thema angehängt. Es handelt zwar von Hayek's Zins- und Akkumulationstheorie (und seiner Nähe zu Wicksell), aber bringt Böhm-Bawerks drei Gründe in Zusammenhang mit alternativen Gleichgewichtskonzeptionen. Es lässt sich ableiten, dass Negativzinsen im GG sowohl mit Böhm-Bawerk als auch mit Hayek vereinbar sind. Nur nicht mit Mises (der im Übrigen die fehlerhafte Begründung für den 2. Grund bringt, dass ansonsten der "pure accumulation path" bei Null-Konsum eingeschlagen wird. Gilt schon nicht für Inada-Nutzenfunktionen, ganz unabhängig von der reinen Zeitpräferenzrate).

Mit freundlichen Grüßen, Arash Molavi --

Dr. Arash Molavi Vasséi

Lieber Herr von Weizsäcker, nur kurz informell und bilateral: Haben Sie besten Dank für Ihre rasche Antwort, die ich selbstverständlich erwidern werde. Derzeit beginnt bei uns aber die heiße Phase für die Herbstprognose, auch die GD beginnt dieses Jahr außergewöhnlich früh, so dass der Termindruck recht hoch ist. Ich bitte daher um Verständnis, dass meine Reaktionszeiten nicht ganz so kurz sein können, wie ich es mir selbst wünschte. Zumindest in der Konjunkturprognostik ist die Zeit leider immer noch ein sehr knappes Gut ... ☺. Herzliche Grüße Ihr Stefan Kooths

Lieber Herr von Weizsäcker,

eigentlich hatte ich mich gestern entschlossen, bei Ihnen nachzufragen ob der E-Mail-Thread ("The Thread of Tantalizing Thoughts") eingeschlafen sein könnte oder ich auf irgendeine Weise von der Verteilerliste gerutscht sein könnte. Und prompt regt er sich wieder behutsam - gab es wirklich eine so lange Funkstille?

Ich kann in den letzten Woche kaum einmal eine Zeitung durchblättern, ohne an Foxwell erinnert zu werden, jedesmal wenn ich lese dass die Banken mehr und höhere Gebühren durchzusetzen versuchen... Aber das ist ja, wenn es die Marge nicht mehr bringt, recht naheliegend und war es 18896 bereits auch schon.

Allerdings bin vorgestern auf eine interessante Werbung für Haushaltsgeräte von Bosch gestossen, die auf eine neue Alternative der Geldanlage hinweisen will, die günstiger als Geld auf der Bank ist.

Angehängt eine Rezension des neuen Buches von Stiglitz aus der IYNT.

Mit den besten Grüßen Ingo Barens

Lieber Herr von Weizsäcker, heute habe ich das Korrekturlesen der neuen deutschen Übersetzung der General Theory on Keynes abgeschlossen. Haben Sie im Zusammenhang Ihrer Arbeiten zur Möglichkeit eines negativen Zinses auch in das 16. Kapitel der GT geschaut? Dort lässt sich der Autor ausführlich aus über Umwegigkeit, kurze und lange Prozesse etc.

Mit den besten Grüßen

Ingo Barens

, ja ich erinnere mich an das Kapitel 16, fand es aber nicht den besten Teil des Buches. Immerhin, heute las ich den Artikel, den Molavi herumgeschickt hat. Die damaligen kapitaltheoretischen Versuche von Böhm-Bawerk über Fisher, Wicksell, Mises bis Hayek sind doch sehr wirt, wenn man sie mit Keynes oder früher Marshall vergleicht. Hayek insbesondere hat sich da in Sachen verstiegen, die schwer verdaulich sind – und letztlich zu Recht vergessen sind. Mit sehr simplen mathematischen Methoden kann man hier ja Klarheit und viel größere Allgemeinheit hereinbringen.

Beste Grüße

CCvW

Liebe Kolleginnen und Kollegen Auch wenn es ein ganz anderes Thema ist: Die ein oder den anderen könnte dieser Beitrag interessieren:

<http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2016/08/ein-alter-popanz-neu-aufgetischt-die-neue-alte-debatte-ueber-referenden-in-deutschland/>

Eine gekürzte Fassung ist am 7. August in der FAS erschienen.

Mit besten Grüßen

Gebhard Kirchgässner

27.8.16.

Niedrigzinspolitik treibt Aktienrisikoprämien

THOMAS MAYER

- Zentralbanker und ihnen nahestehende Ökonomen machen vor allem die gegenwärtig herrschenden wirtschaftlichen Umstände für den historischen Tiefstand der Zinsen verantwortlich. Wären die Zinsen aufgrund einer „säkularen Stagnation“ der Wirtschaft dauerhaft niedrig, so sollte man erwarten, dass die Aktienanleger dies in den Aktienpreisen eskomptiert hätten.
- Dies ist jedoch nicht der Fall. Die Risikoprämien auf Aktienanlagen sind außergewöhnlich hoch, was darauf hindeutet, dass die Anleger die Lage als fragil und daher gefährlich einschätzen.

Da es sich die Zentralbanker in den Kopf gesetzt haben, Adam Smiths „unsichtbaren Händen“ des Marktes auf dem Kreditmarkt in den Arm zu fallen und sie lenken zu müssen, wäre es nur konsequent, wenn sie im nächsten Schritt nun auch den Aktienmarkt in den Griff nehmen würden.

27.8.16

Lieber Herr Mayer

In Ihrer FvS- Analyse mit dem Titel „Niedrigzinspolitik treibt Aktienrisikoprämien“ verwenden Sie die in der Literatur ja bekannte Gleichung für die Aktienrisikoprämie:

Risikoprämie (rp)= Dividendenrendite (dy)+erwartetes Wachstum der Dividenden (g) – risikofreier Zins (r) . Dabei sind g und r als inflationsbereinigte Größen zu verstehen.

Sie unterstellen eine gleich gebliebene Wachstumserwartung, die dem beobachteten Wachstum der Volkswirtschaft entspreche, wobei dieses sich nicht stark verändert habe. Die Dividendenrendite ist offenbar ungefähr so groß wie in der Vergangenheit. Damit sind die Terme dy und g ähnlich denen der Vergangenheit. Die Risikoprämie ist hiernach vor allem deshalb höher als in der Vergangenheit, weil der risikofreie Realzins niedriger ist. Die Anhänger der „säkulare Stagnation“ sehen, so Ihre Ausführungen, die heutige Situation als das „new normal“ an, was aber Ihrer Ansicht nach der heute so hohen Risikoprämie (rp) von 4,2% p.a. widerspreche. Hätten die Vertreter dieser Theorie recht, so dürfte rp („new normal“) nicht doppelt so hoch sein wie in der Vergangenheit. Die Aktienkurse müssten dann doppelt so hoch sein, um auf das alte rp zu kommen. Sie interpretieren das hohe rp als Ausdruck einer großen Verunsicherung und sehen die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken als Ursache hiervon.

Hierzu mein Kommentar: nimmt man die Bezeichnung „säkulare Stagnation“ wörtlich, so ist Ihre Analyse des „new normal“ insofern problematisch, als sie von einer weitgehenden Konstanz der erwarteten Dividenden-Wachstumsrate ausgeht. „Stagnation“ bedeutet doch mangelndes Wachstum. Senkt man aber gemäß der Theorie der säkularen Stagnation das g in Ihrer Gleichung zusammen mit dem gesunkenen r um den gleichen Betrag ab, dann bleibt die Risikoprämie unverändert. Das niedrige r der Zentralbanken ist dann nur das Echo des gesunkenen g , welches seinerseits mit dem gesunkenen „natürlichen Zins“ korreliert.

Sie sehen nun als Symptom der großen Verunsicherung, dass die Unternehmen wenig in Realkapital investieren, sondern ihren nicht ausgeschütteten free cash flow lieber in den Kauf von konkurrierenden Unternehmen stecken. Hier frage ich: was soll ein Unternehmen tun, das sich in einem Umfeld der säkularen Stagnation befindet? Genau das, was Sie beobachten: keinesfalls in Kapazitätserweiterung investieren; besser den Konkurrenten aufkaufen, um die Gefahr einer „ruinösen Konkurrenz“ angesichts drohender Überkapazitäten zu vermindern. Die von Ihnen genannten Symptome können somit sehr gut als Symptome der „säkularen Stagnation“ verstanden werden.

Es steht also Hypothese gegen Hypothese: niedrige Zentralbankzinsen als Folge des mit der säkularen Stagnation einhergehenden Wachstumspessimismus (Summers) vs. Hohe Risikoprämie als Folge der Niedrigzinspolitik und der daraus resultierenden Verunsicherung (Th. Mayer). Ich denke nicht, dass die von Ihnen angegebenen Fakten in diesem Hypothesenstreit die Entscheidung bringen. Angesichts der Tatsache, dass der risikolose Zins ein Preis unter Millionen anderer Preise ist, würde ich sagen: Die Thomas- Mayer-Hypothese erinnert mich an den Schwanz, der mit dem Hund wedelt.

Beste Grüße CCvW

28.8. 16.

Lieber Herr von Weizsäcker,

vielen Dank für Ihren Kommentar. Es wundert mich nicht, dass Sie es anders interpretieren. Im Gegensatz zu Ihnen sehe ich den risikolosen Zins nicht als ein Preis unter Millionen anderer, sondern als im Wesentlichen von den Zentralbanken gesteuert an. Die Idee war, durch Verringerung des risikolosen Zinses Anleger zu bewegen, in riskantere Vermögenswerte zu investieren (Portfolio rebalancing effect). Dies ist aber im Falle der Aktien nicht gelungen (siehe auch z.B. <http://voxeu.org/article/new-evidence-portfolio-balance-effect-qe>). Die logische Konsequenz wäre nun, dass die ZBs auf den Aktienmärkten intervenieren. Die BoJ macht es vor.

Mit besten Grüßen, TM

Prof. Dr. Thomas Mayer, CFA
Founding Director

Lieber Herr Mayer – entscheidend aus meiner Sicht ist die Antwort auf die Frage: führt die Politik der Zentralbank zu Inflation? Das ist nicht der Fall – jedenfalls bisher. Daher sehe ich nicht, dass man beweisen kann, dass der risikolose Zins unter dem „natürlichen Zins“ liegt. Wenn ein niedriger Zins zu Umschichtungen in mehr risikotragende Assets führt, dann ist das ja im Sinne einer Stimulierung der Konjunktur, um Deflation und Arbeitslosigkeit zu vermeiden. Meine Interpretation ist die, dass es wegen des Sparüberschusses gar nicht genügend private Investitionsmöglichkeiten gibt, um die Vollbeschäftigung aufrecht zu erhalten und Deflation zu vermeiden. Dann aber versuchen die Zentralbanken verzweifelt, alle Möglichkeiten auszuschöpfen, die Investitionen zu stimulieren. Daher die Erwartung eines viel geringeren g mit der Folge, dass die Zentralbank den Zins senken muss, um einen Börsencrash zu vermeiden. Insofern trägt die Politik der Zentralbank dazu bei, das Risiko zu vermindern, also die Risikoprämie zu senken. Wären die Zentralbankzinsen höher, hätten wir Depression mit der Folge, dass die Aktienrisikoprämie erst recht sehr hoch wäre.

Ich glaube nicht, dass die von Ihnen angeführten Fakten diese Hypothese widerlegen.

Beste Grüße

CCvW

Lieber Herr von Weizsäcker,

ich weiß nicht, wo der natürliche risikolose Zins liegt, aber ich sehe, dass die Zentralbanken mit massiven Kaufprogrammen und "forward guidance" den tatsächlichen "risikolosen Zins" beeinflussen. Ihre vielfach geäußerte Absicht ist es, durch den "portfolio rebalancing effect" die Anleger in risikoreichere Assetklassen zu treiben. Ich interpretiere das so, dass die von vielen Zentralbankern zumindest informell akzeptierte These der säkularen Stagnation nicht nur einen niedrigen risikolosen Zins, sondern auch einen niedrigeren Ertrag auf riskante Assets beinhaltet. Der portfolio rebalancing effect funktioniert aber nicht, wie die gestiegene Aktienrisikoprämie zeigt. Die Anleger trauen den Zentralbanken nicht mehr und folgen daher ihren Anreizen nicht länger. Wieder einmal zeigt sich, dass zentrale Interventionen unerwartete Wirkungen hervorrufen, die weitere Interventionen erfordern. Deshalb wäre es nun logisch, wenn am Aktienmarkt interveniert würde.

Der Umstand, dass der Konsumentenpreisindex nicht wie gewünscht steigt, ist für mich auch kein Beweis eines durch säkulare Stagnation gedrückten realen Zinses. Unser hauseigener Vermögenspreisindex zeigt einen Anstieg der deutschen Vermögenspreise seit 2010 von rund 40%,

während die Konsumentenpreise um weniger als 9% gestiegen sind. Die Politik der Zentralbanken wirkt also weit über den Verbraucherpreisindex hinaus, wobei auch noch relative Preisänderungen zu berücksichtigen sind.

So wie Hayek in einer Welt "organisierter Komplexität" "social engineering" für gefährlich hielt, da sich der "engineer" Wissen anmaßt, das er nicht haben kann, so halte ich "financial engineering" für gefährlich. Der Planer in der Zentralbank hat nicht das in den Köpfen der Marktteilnehmer verteilte und zum Teil unartikulierte Wissen, das ihre Handlungen bestimmt. Insofern ist Zentralplanung zum Scheitern verurteilt. Das war im real existierenden Sozialismus so, und wird sich in der Zentralplanung des Zinses wieder so erweisen. Das ist zumindest meine Überzeugung.

Beste Grüße, Thomas Mayer

Lieber Herr Mayer – ich verstehe, glaube ich, was Sie sagen wollen. Meine andersartige Analyse ist vielleicht weniger Hayekianisch als Keynesianisch. Mein Hauptpunkt ist der, dass die Daten und Fakten es bisher nicht erlauben, zwischen diesen beiden Theorien zu unterscheiden. Natürlich steigt in beiden Theorien das Verhältnis zwischen Vermögenspreisen (Immobilien) und Verbrauchspreisen, wenn der risikofreie Zins sinkt. Die Frage ist, ob der sehr niedrige Zins Ursache oder Folge eines fundamental veränderten Kapitalmarktes ist. Für Sie ist er Ursache, für mich ist er Folge. Für mich liegt die Ursache des fundamental veränderten Kapitalmarktes in der Globalisierung und der Demographie. In einer solchen Situation die Zinsen anzuheben kann in die Katastrophe einer großen Depression führen.

Kurzfristig würde eine FED-Zinsanhebung dem Protektionismus a la Donald Trump großen Auftrieb geben. Das ist nicht im Sinne von Janet Yellen, wie ich sie einschätze. Eine Zinsanhebung der EZB führt zu einem stärkeren Euro, was die Euro-Krise verstärken würde. Erst bei merklicher Inflation der Verbraucherpreise kann man mit Zinsanhebungen rechnen.

Beste Grüße CCvW

Lieber Herr von Weizsäcker,

vielen Dank für die Klarstellung. Ich stimme Ihrer Lesart unserer Differenzen zu. In gewisser Weise bringt uns das auf den Anfang der Diskussionsrunde über das Geldsystem zurück. Ich hatte damals gesagt, dass im Kreditgeldsystem der Kreditzins grundsätzlich von der Zentralbank beeinflusst ist, und dies gegenwärtig wegen QE und forward guidance besonders der Fall ist. Daher weiß ich nicht, ob der Zins von den Faktoren bestimmt ist, die Sie vermuten. Entsprechend der medizinischen Maxime "above all, do no harm", könnte ich mich wegen dieser Unwissenheit nicht entschließen, zu mehr Staatsverschuldung zu raten. Aus meiner Sicht wäre es auch ratsam, die auf die Verfolgung eines Ziels für die Konsumentenpreisinflation gerichtete Geldpolitik, die zu diesem Zweck den Zins manipuliert, durch ein anderes System zu ersetzen.

Beste Grüße, Thomas Mayer

Liebe Ökonominnen und Ökonomen in diesem Diskussionsforum, ich würde Sie gern für die Teilnahme an einer Wissenschaftler-Umfrage der WirtschaftsWoche gewinnen. Am 10. Oktober wird der Alfred-Nobel-Gedächtnispreis für Wirtschaftswissenschaften vergeben. Die Wiwo plant im Vorfeld eine breite Berichterstattung. Dazu zählt auch ein Stimmungsbild aus der Volkswirte-Community. Ich würde mich daher sehr freuen, wenn Sie mir in wenigen Worten die folgende Frage beantworten würden: **Welche Person(en) sollte(n) 2016 den Preis bekommen - und warum?**

Die Ergebnisse dieser Umfrage wollen wir zeitnah veröffentlichen.

Es grüßt Sie herzlich **Bert Losse**

Leiter „Der Volkswirt“

Gerne.

Mein Vorschlag: **Israel Kirzner**

Begründung: Während die neoklassische Gleichgewichtstheorie die Rolle des Unternehmers nicht zu modellieren vermag, gelingt es Kirzner in überragender Weise die Rolle des Unternehmers für Wachstum und wirtschaftliche Entwicklung als einer der „Hauptträger“ der Informationsfunktion des Marktes herauszustellen. – Thomas Mayer.

30.8.16. Lieber Herr von Weizsäcker,

in Hinblick auf E-2 deuten Sie zu viel in meinen Text hinein. Im Gegenteil ging es mir gerade nur um die inhaltliche Definition des Zinses als Zeitpräferenz (in Abgrenzung zu Liquiditätsprämien, Abstinenzprämien etc. – hier sind wir uns ja ohnehin einig). Ob diese Zeitpräferenz positiv ist oder nicht, soll in E-2 noch gar nicht gesagt werden. Wie eine Wachstumsrate könnte also auch der Zins in der Definition als Gegenwartspräferenz negativ sein und wäre dann sprachlich präziser eine Zukunftspräferenz (so wie eine negative Wachstumsrate genau genommen besser Schrumpfrate genannt werden müsste). Ich räume aber gerne ein, dass das Missverständnis auf mein Konto geht, da Sie annehmen mussten, dass ich nur das schreibe, wo wir uneins sind – hier war wohl mein Drang nach Einrahmung etwas zu viel des Guten.

Auch in der Anerkennung von Böhm-Bawerk und seiner meisterlichen Argumentationsweise gibt es keinerlei Dissens. Weil ich aber die Nicht-Negativität des Zinses gerade nicht postulieren, sondern aus einer Handlungslogik heraus ableiten wollte, habe ich bewusst auf seinen zweiten Grund verzichtet. Sein erster Grund läuft aber mit dem von Ihnen vorgebrachten demografischen Argument exakt auf die Frage hinaus, ob und wie sich ein heutiges Wertschöpfungspotenzial in zukünftigen Konsum transformieren lässt, und genau darum dreht sich ja im Kern die Kontroverse.

Diesbezüglich halte ich es aber für unzulässig, den Zins als Gegenwartspräferenz für einzelne Güter zu interpretieren und darauf eine Aussage über das Vorzeichen abzustützen. Dass Gesundheitsleistungen im Alter an Bedeutung gewinnen, ist eine Frage des relativen Rangs gegenüber anderen Gütern bei geänderten Lebensumständen (Präferenzskala) und hat nichts mit der zeitlichen Entfernung an sich zu tun. Wenn jemand morgens bei strahlendem Sonnenschein achtlos an einem Schirmgeschäft vorbeigeht und abends in ein Unwetter gerät, dann ist nicht binnen Tagesfrist die Gegenwartspräferenz des Betreffenden gestiegen, nur weil – während er nun im Regen steht – seine Zahlungsbereitschaft für einen Schirm höher ist. Dafür sind in diesem Augenblick andere Gegenwartsgüter weniger wichtig. Ebenso gibt es wohl auch Güter, die von heute aus betrachtet in Zukunft an Bedeutung verlieren. Möglicherweise gehört ja der 911er in diese (fast schon tragische) Kategorie, weil ihn sich die meisten erst zu einer Zeit werden leisten können, von der sie heute schon ahnen, dass ein Sportwagen dann weniger Spaß machen dürfte ...

Man muss daher den Zins als Wertschätzung der gegenwärtigen Verfügbarkeit über Mittel zur Bedürfnisbefriedigung abstrakter fassen. Damit stellt sich im Ergebnis die Frage: Gelingt es uns, für die Zukunft besser vorzusorgen, wenn wir heute über mehr dieser Mittel (in welcher Form auch immer) verfügen oder nicht? Wenn uns eine reichlichere heutige Güterausstattung hierzu nützlich ist, läuft T-4 wie vorgetragen durch.

Die Aussage, dass eine höhere Kapitalintensität mehr Komplexität bedeutet, die ab einem bestimmten Punkt zwingend arbeitsproduktivitätsdämpfend wirkt, bestreite ich. Typischerweise – wir sind jetzt aber schon eher im Faktischen als noch im Theoretischen – sinkt die Komplexität von Kapitalgütern (aus Sicht der sie benutzenden Arbeitskräfte) mit der Zeit. Denken Sie an die ersten Programmiersprachen, die nur von wenigen Spezialisten genutzt werden konnten. Von der ersten Generation (Maschinensprachen) über Assembler zu den heutigen nicht-prozeduralen Sprachen der 4. und 5. Generation bestand der (zeitraubende!) Fortschritt gerade darin, diese Kapitalgüter als Instrumente für den Menschen immer einfacher zu machen. Damit schaffen sich die Menschen gerade die Hilfsmittel, um mit höherer Komplexität umgehen zu können. Treibender Faktor ist auch hier die Knappheit der menschlichen Arbeitskraft.

Dass die wenigsten Facharbeiter ein Schloss bewohnen, scheint mir eher in einem Kapitalmangel als in der Komplexität der Gebäude zu liegen. Die hohen Unterhaltskosten sind doch gerade Ausdruck der Tatsache, dass für den Unterhalt noch viel Arbeitskraft erforderlich ist – also viel Raum für arbeitssparenden technischen Fortschritt und Kapitalakkumulation (Reinigungsroboter etc.).

Ihre Verlängerung von Keynes in die lange Frist bleibt meines Erachtens weiterhin gewagt. Keynesianische Argumentationen neigen ja stark zum Nachweis von Paradoxien (die Realität ist aber nicht paradox), durch die die Menschheit sich unversehens in Gaps und Traps wiederfindet. Mir scheint das durch die langfristige ökonomische Entwicklung nicht wirklich bestätigt zu werden. Dies mag auch daran liegen, dass das unternehmerische Element hierbei viel zu kurz kommt oder gar auf kontraproduktive animal spirits reduziert wird. Immerhin sind nach der General Theory 80 Jahre vergangen, die nicht wirklich als säkulare Stagnation bezeichnet werden können (auch wenn wir die dramatischen Disruptionen des zweiten Weltkrieges in Rechnung stellen). Und schließlich: „Glaubwürdigkeit“ und „Ponzi“ bringe ich gedanklich nicht zusammen.

Soviel als Replik (in arbeitsintensiven Hochdruckzeiten – die Herbstprognosen stehen ins Haus) mit herzlichen Grüßen Ihr Stefan Kooths

Lieber Herr Kooths – ich will Sie jetzt in Ruhe lassen, damit wir eine gute Konjunkturprogose bekommen. Nur so viel: wenn wir uns in dem ersten Punkt (T2 nannten Sie ihn ursprünglich) einig sind, ist schon viel gewonnen. Denn nun können wir von dort aus mit der axiomatischen Methode (sprich: mit etwas Mathematik) eventuell entstandene begriffliche Verwirrungen beseitigen, sodass man dann klare empirische Tests formulieren kann. Mein Trumpf wird dann das historische Faktum sein, dass der Kapitalkoeffizient (Realkapital/Wertschöpfung) säkular nicht gestiegen ist.

Wünsche frohes Schaffen bei der Konjunkturprognose.

Ihr CCvW

31.8.16.

Lieber Herr von Weizsäcker, legen Sie ruhig gerne noch nach (manches ist ja noch offen). Meine Gegenwartspräferenz für Ihre Beiträge ist jedenfalls weiterhin streng positiv ☺. Herzliche Grüße
Stefan Kooths

P.S.: Und richtig, ich meinte natürlich T-2, nicht E-2.

Lieber Herr von Weizsäcker,
angeregt durch Ihre Bemerkung zum Kapitalkoeffizienten möchte ich hier mit einer Frage an Sie einhaken. Wir sind uns einig, daß der Kapitalkoeffizient keinen Trend hat; dies ist eine Kaldors berühmten "stylized facts". Ausgehend von einer linear-homogenen Produktionsfunktion $Y=F(N,K)$ mit partiellen Ableitungen F_n und F_k gilt dann nach dem Ausschöpfungstheorem:

$$F_n \frac{N}{Y} + F_k \frac{K}{Y} = 1.$$

Bei Trendlosigkeit von K/Y impliziert säkulare Stagnation bzw. Überakkumulation (also F_k gegen Null), daß die Arbeitseinkommensquote steigt und die Kapitaleinkommensquote sinkt. Stimmen Sie dem zu?

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Ja, das ist richtig. Allerdings – siehe Piketty-Diskussion – gibt es risikotragendes Kapital und die Ricardo-Bodenrente, die von dem von Ihnen hingeschriebenen Zwei-Faktoren-Modell nicht erfasst werden. Es kann also die Lohnquote sinken, auch wenn der risikofreie Zins gegen Null geht.

Gruß CCvW

26.9.16.

Liebe Kollegen,

ich hoffe, Sie haben alle den Sommer gut verbracht – die Stille in diesem Forum weist darauf hin. Aber jetzt ist der Sommer vorbei und in Japan tut sich Interessantes – die Bank von Japan verlautet dass sie ihr Inflationsziel ueberschiessen will (sagt aber nicht wie und wann) und nagelt die Rendite fuer 10-jaehrige Staatsanleihen bei 0% fest. Ich sehe dies als mehr oder wenig offene Einladung zur fiskalischen Dominanz an die Regierung – hier mein Kommentar zum Sonntag.

Freundliche Gruesse, **Joachim Fels**

Lieber Herr Fels,

haben Sie vielen Dank für Ihre Analyse. Die angehängte Graphik faßt zusammen, was QE und Abenomics eigentlich gebracht haben:

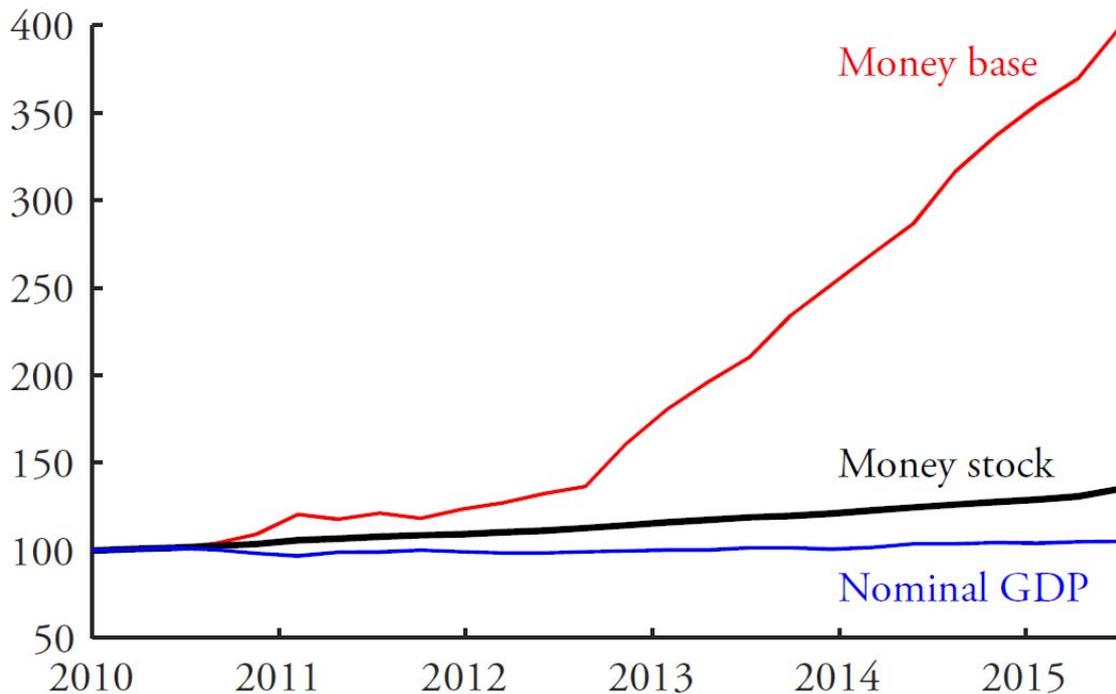
1. Eine Vervierfachung der Geldbasis seit 2010,
2. eine nur leichte Zunahme der Geldmenge M1 und
3. fast völlige Konstanz des nominalen BIP.

Das ursprüngliche Ziel, die Inflationsrate anzuheben, wurde klar verfehlt. Dazu paßt Ihre These, daß sich Kuroda jetzt heimlich von QE verabschiedet. Seine Aussage zum Überschießen des 2%-Ziels läßt aber rätseln: Wie will er das denn erreichen, wenn nicht einmal die Erzeugung einer Mini-Inflation geklappt hat?

Herzliche Grüße

Ihr Stefan Homburg

Abenomics in Japan



Antwort Fels:

Immerhin ist die Kerninflationsrate nicht mehr negativ - ein kleiner Erfolg. Aber das neue 2%+ Inflationsziel wird wohl nur erreicht werden können, wenn die Regierung expansive Finanzpolitik betreibt - in den letzten beiden Jahren war der fiskalische Impuls, gemessen an der Veränderung des strukturellen Haushaltsdefizits ja negativ. Die FTPL lässt grüßen - Sims' Luncheon Address in Jackson Hole war interessant:

<https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2016/econsymposium-sims-paper.pdf?la=en>

Beste Grüße,
Joachim Fels

Längere Pause in der Makro-Runde

9.11.16.

An die Makro-Runde. Es war eine längere Pause in unserer E-Mail-Diskussion. Aber das Weltgeschehen hat keine Pause gemacht. In den letzten Monaten ist die protektionistische Stimmung sehr viel stärker geworden. Nunmehr kann der Protektionismus durch die Wahl von Donald Trump einen weiteren Triumph feiern. Vor einiger Zeit schon habe ich einen Artikel verfasst, der im nächsten Heft der „Perspektiven der Wirtschaftspolitik“ erscheinen wird und den ich Ihnen hier zusende. Er zieht wirtschaftspolitische Konsequenzen aus meiner theoretisch-empirischen These, dass der Wicksellsche „natürliche Zins“ im 21. Jahrhundert negativ ist. Ich plädiere dafür, die deutsche Schuldenbremse durch eine Leistungsbilanzbremse zu ersetzen – im direkten Interesse Deutschlands, vor allem aber auch im indirekten (politökonomischen) Interesse Deutschlands, wenn es um die Bremsung des Protektionismus geht.

In diesem Zusammenhang habe ich mit deren Zustimmung zwei Ökonomen zusätzlich in die Makro-Runde aufgenommen, die sich beide vor kurzem in der FAZ gegen die Kritik an den hohen Leistungsbilanzüberschüssen Deutschlands ausgesprochen haben; der eine unter dem Titel „Deutschland auf der Anklagebank“, der andere unter dem Titel „Sparer auf der Anklagebank“. Es sind dies Norbert Berthold, Uni-Würzburg, und Jörg Krämer, Commerzbank.

Beste Grüße Carl Christian von Weizsäcker

Hier die Zusammenfassung meines PWP-Artikels (verfasst von Karen Horn) letztes Heft 2016,. Der Artikel ist abrufbar von meiner Homepage.

Zusammenfassung: Carl Christian von Weizsäcker schreibt Deutschland aufgrund dessen wirtschaftlicher Stärke und zentraler geographischer Lage entscheidende Bedeutung dafür zu, ob nach dem Brexit die Europäische Union bestehen bleibt und ob der Euro überlebt. Mit dem Fokus auf das Ziel der Stabilisierung des Euro sowie auf Maßnahmen, die Deutschland im Alleingang durchsetzen kann, erörtert er in diesem Beitrag aus aktuellem Anlass sieben wirtschaftspolitische Antworten auf die von ihm diagnostizierte globale „Sparschwemme“. Er empfiehlt den Übergang von der Schuldenbremse zu einer Leistungsbilanzbremse. Eine nahezu ausgeglichene deutsche Leistungsbilanz ließe sich mit einer Senkung der Mehrwertsteuer und mit der somit herbeigeführten staatlichen Nettoneuverschuldung erreichen. Dieser Politikschwenk würde den Euro stabilisieren, da die schwachen Euro-Länder bessere Exportchancen erhielten. Zugleich wäre die Gefahr gebannt, dass eine Erholung der schwachen Euro-Länder zu einer das Wachstum wieder beeinträchtigenden Euro-Aufwertung führen würde. Der Charme des schwachen Euro bliebe erhalten. Die Leistungsbilanzbremse wäre zudem eine starke Waffe gegen den neu erstarkenden Protektionismus, der eine große Gefahr für die deutsche Prosperität darstellt.

JEL-Klassifikation: E43, E62, F15, H63

Schlüsselwörter: Brexit, Sparschwemme, Europäische Union, Euro-Schwäche, Leistungsbilanzen, Schuldenbremse, Subsidiarität

Lieber Herr v. Weizsäcker,

im Hinblick auf Ihren Vorschlag in Abschnitt 3.6.3, Teil C Ihres wie immer für mich sehr lehrreichen Textes würde mich Ihre Reaktion auf den angehängten Ausschnitt eines längeren Manuskripts doch sehr interessieren.

Mit den Besten Grüßen,

Ihr

FW Scharpf

1.1.1 The option that is ignored: Import taxes

The conclusion so far is disappointing: A more symmetric euro regime might reduce the burdens of Southern adjustment and accelerate structural convergence in the Eurozone through measures that would also reduce Northern, and in particular German trade surpluses. Unfortunately, however, the strategies that are generally considered do not justify much hope: Wage increases exceeding the “golden rule”, sustained fiscal reflation or policies stimulating credit-financed consumer demand and business investment appear to be either economically counterproductive or ineffective under present German conditions.

But does the focus on increases of unit labor costs and of aggregate domestic demand in fact exhaust the space in which an effective reduction of trade surpluses could be pursued? In my discussion of Figure 6 above, I have tried to identify the proximate cause of the rise of the German trade surplus in the early 2000s. What had changed when Germany had entered the EMU was not the rise of exports, but the failure of imports to recover from their normal decline in a recession. In previous decades, this recovery had been brought about by the quasi-automatic rise of the nominal exchange rate in a recession – which was now disabled among Eurozone economies.

If this explanation is valid, it would also suggest a search for measures that could simulate the effect of exchange-rate realignments on trade balances. With regard to the German surplus in particular, what would have been needed would have been measures simulating a rise of the nominal exchange rate in order to reduce the price of imports in relation to domestically produced goods. One such possibility might be the introduction of tradable “trade chits” – that importers would receive and exporters would have to acquire, or vice versa – which Joseph Stiglitz (2016, 287-289) proposed as an economically efficient instrument for correcting external imbalances in the Eurozone.

Similar effects could be achieved more simply within the existing VAT border regime that is needed to neutralize the effect of differing national tax rates on imports and exports. If a persistent German trade surplus is considered a major problem, the attractiveness of imports could be increased by simply applying a lower VAT rate. And whereas a rise of the nominal exchange rate would have affected transactions with the rest of the world, the reduced VAT rate could be targeted more narrowly on imports from Eurozone economies. Moreover, implementation would hardly raise transaction costs under the present VAT border regime.¹ Hence variable VAT rates for trans-border trade in the Eurozone might indeed be employed as a relatively simple and direct tool for easing the burdens of structural transformation in a more symmetrical euro regime.

This demand-side solution is of course not without its own problems. If it is effective, the increase of imports would also reduce production in the exposed sector which, through the rise of unemployment and increased saving, may again constrain aggregate demand and hence imports. Moreover, if the tax variations were permanent, they could produce undesirable structural effects – constraining the needed expansion of the domestic sector in Germany and protecting inefficient

¹ Technically, commercial importers would have to pay a lower VAT rate on imports, whereas exporters sending goods to private importers would add the lower German rate to the price charged.

export industries in the South.² In comparison to the present supply-side euro regime, however, variable VAT rates on trans-border imports would have several advantages: In economic terms, the effect is both, more direct and, since it is operating through the system of relative prices, much less intrusive. In political terms as well, the variation of import taxes is likely to be less salient than direct interventions in national budgets, social legislation or wage-setting institutions. And in comparison to proposals for wage coordination, the solution would not interfere with the autonomy of national wage-setting institutions.

In light of these comparative advantages, it seems puzzling that the idea of variable VAT rates for imports has played absolutely no role in discussions castigating the amorality of German trade surpluses. One reason might be fatal flaws that are obvious to everybody except me. Or it could be that persistent German trade surpluses are not in fact seen as a significant problem for Southern economies. Or finally, the proposal might violate a taboo that is so powerful that it cannot even be publicly discussed.

And indeed, the commitment to creating a common market free from tariffs and measures of equivalent effect has been the cornerstone of European economic integration right from the beginning in the Treaty of Rome. And if it were accepted that import VAT rates could be lowered in Germany, they could also have been raised in Greece to prevent the escalation of trade deficits before 2008. Moreover, if it were accepted that trade imbalances could be moderated by variable taxes on imports, one might also be tempted to invent similar instruments to moderate the corresponding capital flows – or to impede sudden capital flights and their disastrous impacts on banks and the real economy. In other words, if it were at all allowable to think about functional equivalents to the variation of nominal exchange rates, one would be on a slippery slope, at the bottom of which – in the words of a shocked colleague – one might “save the Monetary Union by sacrificing the Internal Market”.

That may indeed be the crucial issue. But if it is unthinkable that the “Four Economic Freedoms” could be compromised, it also follows from the arguments presented here that the EMU can only be stabilized by maintaining the present asymmetrical euro regime and the compulsory structural transformation of Southern political economies. In other words, the EMU and the sacralized principles of the Internal Market can only be saved jointly by intentionally destroying the democratic legitimacy, the social cohesion and the life chances of the younger generation in Southern polities. If these consequences were well understood, Southern governments, left-of-center political parties and pro-European publics might perhaps be willing to question their unconditional adherence to the original structure of the EMU.

Lieber Herr Scharpf – unsere Vorschläge sind in der Tat nahe beieinander. Allerdings meine ich spätestens ab heute (Trump), dass wir uns eine VAT-Diskriminierung zwischen Euro-Mitgliedsstaaten und anderen Staaten nicht leisten sollten. Es wäre sehr gefährlich für unsere D-USA-Beziehungen, wenn unsere Leistungsbilanz mit den anderen Euro-Staaten ausgeglichener würde auf Kosten einer weiteren Passivierung der amerikanischen Leistungsbilanz gegenüber Deutschland.

Das Ganze ist natürlich ein weites Feld. In diesem Sinn schicke ich Ihnen einen weiteren utopischen Ansatz von mir.

² Undesirable structural effects might be minimized by introducing the variation of import VAT rates as a temporary measure with a degressive schedule.

Ich komme gern mal nach Köln, um diese Dinge mit Ihnen und Streeck und anderen am MPI zu diskutieren.

Herzliche Grüße Ihr Christian von Weizsäcker

6.12.16

An die Makro-Runde,

die EZB orientiert sich faktisch an kurzfristigen Inflationszielen. Dabei übersieht sie das vordringliche Problem, nämlich das Verhindern neuer Blasen an den Häuser- und Finanzmärkten. Nach meiner Meinung braucht die EZB eine neue geldpolitische Strategie, die nicht nur für langfristige Preisstabilität, sondern auch für Finanzstabilität sorgt. Dabei sollte sie sich am Konzept des Finanzzyklus orientieren, das die BIZ entwickelt hat, siehe Anhang. Mit freundlichem Gruß

Dr. Jörg Krämer Chefvolkswirt Commerzbank AG

6.12.16.

Lieber Herr Kraemer,

bereits nach der dotcom bubble wurde die Frage untersucht, ob und wie Zentralbanken auf Wertpapierpreise reagieren sollen.

Siehe hierzu z.B. Bernanke/Gertler "How Should Central Bankers Respond to Asset Prices" American Economic Review Papers and Proceedings, 91, May 2001, 253-257.

Die Literatur kommt im Wesentlichen zu dem Ergebnis, dass Leitzinsen ein inadäquates Instrument sind, weil die Zinsschritte, die notwendig waren um Kreditvolumen oder Wertpapierpreise signifikant zu beeinflussen so gross waren, dass sie verheerende Wirkungen auf Konjunktur und Güterpreisstabilität hätten. Das Ziel der Finanzmarktstabilität muss also mit anderen Instrumenten angegangen werden, dazu können Mindestreservesatz und die verschiedenen Formen der macroprudential regulation (variable Eigenkapital- oder Liquiditätsanforderungen) gehören.

Mit freundlichen Grüessen

Frank Heinemann

Sehr geehrter Herr Kollege Heinemann,

Bernanke und Gertler stellen die falsche Frage. Die Frage ist nicht, wie die Geldpolitik auf Finanzmarktblasen reagieren soll. Das ist im Sinne einer Reaktionsfunktion, wie sie in der Taylor-Regel formuliert wurde, technisch wohl auch nicht möglich.

Die Frage ist vielmehr, wie die Geldpolitik ausgestaltet werden muss, damit sie keine Finanzmarktblasen mehr befeuert, die die beobachteten verheerenden Folgen nach ziehen. Dafür sind die weithin akzeptierten Inflationsziele nicht mehr in der Lage, weil die Geldpolitik heute Güterpreise weitgehend unberührt lässt (, sondern in den Finanzmärkten aufschlägt).

Finanzmarktblasen können auch nicht durch Regulierung oder sogenannte Macroprudential Measures verhindert werden. Denn sie entstehen gerade immer dort, wo nicht oder nicht ausreichend reguliert ist. Das ist gerade dann der Fall, wenn ultra-lockere Geldpolitiken ein immenses Potential für Spekulation auf den Finanzmärkten geschaffen haben. Derzeit entsteht aus meiner Sicht vor allem eine Blase im Unternehmenssektor, weil dieser im Gegensatz zum Finanzsektor nicht entsprechend reguliert wird. Mit der Regulierung und Macroprudential Measures werden also nur zusätzliche Bürokratie und zusätzliche Verzerrungen geschaffen, ohne dass die nächste Krisen verhindert wird.

Mit freundlichen Grüßen

Gunther Schnabl

Lieber Herr Heinemann,

Sie haben recht, der Mainstream kam zu dem Schluß, dass Zentralbanken mit geldpolitischen Mitteln mehr Schaden als Nutzen anrichten, wenn sie gegen Blasen vorgehen. Aber Claudio Borio hat in seinem am 13./14. September in Wien gehaltenen Vortrag („Towards a financial stability-orientated monetary policy“) gezeigt, dass man zu entgegengesetzten Schlüssen kommt, wenn man beispielsweise in den Modellen zulässt, dass sich Finanzrisiken langsam aufbauen. Borio zeigt, dass das permanente und nicht nur fallweise Berücksichtigen des Finanzzyklus den Finanzzyklus dämpft und hohe Wohlfahrtsgewinne bringt.

Im übrigen bin ich nicht gegen aufsichtsrechtliche Massnahmen. Aber man überfordert sie, wenn die Geldpolitik sehr locker ist. Sandsäcke stabilisieren einen Damm nicht auf Dauer, wenn zu viel Wasser auf ihn drückt. Gruß Jörg Krämer

7.12.16.

Lieber Herr Krämer,
auf "Ökonomenstimme" ist heute ein interessanter Beitrag von Frank Westermann zu Nebenwirkungen der EZB-Politik erschienen:

<http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2016/12/die-nebenwirkungen-der-expansiven-geldpolitik-nehmen-zu/>

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

17.12.16.

CCvW

17. Dezember 2016

Lieber Herr Mayer – erst heute entdecke ich Ihren Artikel in FvS – vom 25. November 2016. Er hat zum Thema die Irrtümer, die dadurch entstehen, dass man die Detailgrößen hinter den Makrogrößen vergisst, also, wie Sie schreiben, „die Bäume vor lauter Wald“ nicht sieht. Sie verweisen auf die Kritik Hayeks an Keynes – quasi als historischen Hintergrund für das aktuelle Thema, das Sie dann aufgreifen: Sharing Economy, Big Data, Data Economy, Industrie 4.0, Information and Entertainment Economy, Ikea-Economy, Internet of Things. Sie sehen hier (wie auch ich selbst) technischen Fortschritt, der aber wegen unzureichender „Hedonisierung“ (meine Wortschöpfung) des Preisindex zu einer falschen, also zu geringen, Messung des realen Wachstums führt.

Daraus wird, so Ihr Argument, dann zusammen mit den auch von Ihnen konstatierten deflationären Effekten fälschlicherweise die These der säkularen Stagnation abgeleitet, die in der Behauptung des negativen natürlichen Zinses gipfelt.

Da ich ein Vertreter der These vom negativen natürlichen Zins bin, möchte ich Ihnen hier widersprechen. Auch ich glaube, dass wir das Wachstum des Produktionspotentials unterschätzen, das mit den von Ihnen beschriebenen Effekten einhergeht. Ich bin also keineswegs ein Anhänger der These von der säkularen Stagnation.

Indessen scheinen wir uns darin einig zu sein, dass der von Ihnen genannte technische Fortschritt „kapitalsparend“ im Harrodschen Sinne ist. Sie nennen dieses Phänomen „deflationär“. („Deflationär“ deshalb, weil es einen geringen Investitionsbedarf zur Folge hat). Aber wir meinen genau dasselbe. Die Sharing Economy, um dieses Beispiel von Ihnen herauszugreifen, bedeutet eben, wie Sie selber schreiben, dass man für dieselbe Dienstleistungsmenge eine geringere Menge an Realkapital benötigt. Damit aber ist ein vorgegebenes gesamtwirtschaftliches Wachstum bei vorgegebenem Zins mit einer geringeren Nettoinvestitionsquote verbunden. Relativ zum laufenden Konsum nimmt die Kapitalbindung des Produktionssektors ab. Gleichzeitig führt die Demographie (steigende Lebensdauer der Rentner) dazu, dass die vorsorgebedingte Sparquote steigt (Beiträge zur Sozialversicherung mit eingerechnet). Daher sinkt, bei gegebener Staatsschuldenquote, der Gleichgewichtszins, der bei Vollbeschäftigung S und I zur Deckung bringt. Hiermit hängt zusammen, dass ich behaupte: gäbe es keine Staatsschulden (also kein staatlich organisiertes „Entsparen“), dann wäre der reale Vollbeschäftigungs-Gleichgewichtszins massiv negativ.

Rogoff, den Sie erwähnen, ist ein leidenschaftlicher Kritiker der Staatsverschuldung. Für ihn liegt daher der Ausweg im negativen Zins. Daher sein Plädoyer gegen das Bargeld.

Ich selbst sage: wollen wir Prosperität, dann können wir nur eines haben: entweder Ende des Bargelds oder Ende der Schuldenbremse im Grundgesetz. Details in den Ihnen bekannten Arbeiten von mir (deren Inhalt Sie oder andere nach meinem Wissen nicht widerlegt haben).

Die von Ihnen genannten Phänomene werden nach meiner Erwartung demnächst eine derart gewaltige Wirkung entfalten, dass ich mit aller Ruhe abwarten kann, bis eines Tages alle Welt den negativen natürlichen Zins kapiert hat. Ich erinnere daran, dass nach meiner Definition der natürliche Zins der Prosperitätsgleichgewichtszins ist, der sich ergäbe, wenn die Nettoverschuldung des Staates (als Bestandsgröße) Null wäre. Dass derzeit die Zinsen wieder steigen, weil Trump Steuern senken und gleichzeitig die Staatsausgaben erhöhen will, steht mit meiner These nicht im Widerspruch.

Die von Ihnen diskutierten Phänomene, die man auch unter dem Generalbegriff „Digitalisierung“ zusammenfassen kann, bewirken eine wachsende Angst vor Arbeitslosigkeit. Das hat Trump im Wahlkampf geschickt ausgenutzt. Für ihn – wie für viele andere Menschen – liegt die Antwort im Protektionismus: Rückführung der Arbeitsplätze aus Mexiko in die USA, hohe Importzölle für chinesische Waren etc.

Der tiefere Grund für die schwindende Kapitalbindung des Produktionsprozesses liegt in den sehr rasch auftretenden positiven externen Effekten bei den meisten Digitalisierungsprojekten. Diese bedeuten, dass Investitionen der Promotoren der Digitalisierung (z.B. Apple) eine sehr kurze Payback-Periode haben (und haben müssen, wenn sie denn überhaupt rentabel sein sollen), denen jedoch fundamentale Veränderungen im Leben der Konsumenten gegenüber stehen – angetrieben nicht zuletzt durch sehr rasch auftretende Nachahmer (bei Apple z.B. Samsung), sodass die Produkte preiswert sind und von Milliarden von Konsumenten genutzt werden können. So ist Apple kein Unternehmen, das Geld auf dem Kapitalmarkt sucht, sondern dort riesige Summen anbietet. Zugleich, wie Sie selbst bemerken, schaffen I-Phones und Smart-Phones die Konsumenteninfrastruktur, die es diesen ermöglicht, zahlreiche Intermediäre in den Lieferketten zu überspringen, also die Lieferketten stark zu verkürzen, also die kapitalbindenden „Produktionsumwege“ zu reduzieren. Böhm-Bawerk bleibt höchst aktuell. Entsprechendes beim Internet und Amazon. Oder bei Industrie 4.0, oder, oder, oder...

Man kann das auch so ausdrücken: die Digitalisierung entspricht gesamtwirtschaftlich vielleicht keiner Verkürzung der Produktionsumwege. Jedoch kommen die Beiträge von privaten Investitionen vermehrt und schneller nicht den Investoren, sondern der Gesellschaft zugute: enorme positive externe Effekte von Digitalisierungsinvestitionen. So ist der technische Fortschritt, betriebswirtschaftlich gesehen, kapitalsparend, oder –wie Sie es formulieren – „deflationär“. Diesen Effekt haben die Spekulanten nicht verstanden, die beim Platzen der Internet-Blase (2002-2003) viel Geld verloren haben.

Ihre Hoffnung (und die vieler anderer deutschsprachiger Ökonomen), dass man durch eine andere Makropolitik (weg von den Nullzinsen etc.) eine neue Welle der Innovationsfreude mit steigenden Investitionen generieren kann, halte ich für einen Irrtum. Die Innovationsfreude wird gehemmt durch die massive staatliche Regulierung des Wirtschaftssystems. Im Übrigen kann ich nicht erkennen, dass wir heutzutage weniger Innovationen oder weniger Wachstum des Produktionspotentials haben. Von Edmund Phelps wurde ich gebeten, seine gegenwärtige „Kulturtheorie“ zu kommentieren, in der er ebenfalls die mangelnde Innovationsdynamik beklagt. Ich lege meinen Kommentar hierzu bei, in dem ich diese Fragen diskutiere. Ich sehe das gravierende Wachstumshemmnis der Gegenwart in der Ungleichung $S > I$ (privat), da es durch $I > S$ (staatlich) nicht hinreichend kompensiert wird. Das mag sich durch Trump ändern; aber er schafft uns andere gravierende Probleme, insbesondere:

Die große kommende Gefahr für Mitteleuropa ist der Protektionismus. Deutschland ist auf diese Protektionismuswelle in keiner Weise vorbereitet. Was ist die Alternative? Wie können wir in einer Welt der abnehmenden Kapitalbindung der Produktion und des zunehmenden Wunsches nach Vorsorgevermögen politisch den Freihandel retten? Ich denke, wir haben uns mit der Schuldenbremse in eine Sackgasse manövriert. Wir sollten sie durch eine Leistungsbilanzbremse ersetzen, wie ich in meinem PWP-Beitrag argumentiere, den ich vor einigen Wochen schon herumgeschickt habe.

Beste

Grüße Ihr

Carl Christian von Weizsäcker

19.12.16.

Lieber Herr von Weizsäcker,

vielen Dank für Ihre Anmerkungen zu meinem Papier. Wir sind uns einig, dass die Digitalisierung eine technische Innovation darstellt, welche die ohne diese Technologie üblichen Produktionsumwege verkürzen kann. Insofern ist es nicht so verwunderlich, wenn heute weniger investiert und mehr konsumiert wird. Digitalisierung hilft also, das ultimative Ziel des Wirtschaftens, Konsum, früher zu erreichen. Was man davon für den Zins ableitet, ist m.E. eine andere Sache und hängt von der verwendeten Zinstheorie ab. Malte Fischer hat da in der WiWo kürzlich eine nette Übersicht gegeben (Anlage). Ich interpretiere Ihre Aussagen so, dass Sie der neoklassischen Zinstheorie zuneigen. Dagegen habe ich mich nach reiflicher Überlegung für die Zinstheorie von Mises entschieden. Eine „Ersparnisschwemme“ kann nach dieser Theorie in einem freien Markt niemals zu einem Zins von Null oder weniger führen, da dann Geld lieber gehortet als verliehen wird. Daher ist m.E. ein Negativzins eine von einer staatlichen Behörde auferlegte Besteuerung des Sparens.

Beste Grüße, Thomas Mayer

Lieber Herr Mayer – ich hatte schon einen Brief an Malte Fischer formuliert, aber noch nicht abgeschickt. Anbei ist er nun. Sie beide halten zu der Mises'schen Urzinstheorie, die ich für falsch halte. Böhm-Bawerk – lange vor Mises – war wesentlich klüger als Mises. Das Argument, das Sie nun Mises in den Mund legen, ist schon von Böhm-Bawerk benutzt worden gegen Bortkiewicz, der das Böhm-Bawerk'sche Gesetz der Höhererschätzung gegenwärtiger gegenüber künftigen Gütern kritisiert hatte. Bortkiewicz verwies Böhm-Bawerk auf das Faktum, dass die Lagerung von Gütern mit Kosten verbunden ist. Darauf antwortete Böhm-Bawerk, dass in einem Geldsystem Vermögen in der Form von Liquidität kostenlos gelagert werden könne. Aber diese Replik Böhm-Bawerks ist nicht korrekt: Outside Money (etwa Gold) unterliegt einer stark schwankenden Bewertung. Das damit einher gehende Risiko muss abgegolten werden, daher Lagerhaltungskosten in der Form von Risikoübernahme. Inside Money schiebt den schwarzen Peter nur weiter, weil der Schuldner von Inside Money (also die Bank) nun das Anlageproblem hat.

Aber ich akzeptiere, dass Bargeld eine Untergrenze für den Zins schafft. Indessen ist Bargeld für mich (auch schon rein bilanzierungstechnisch) eine Staatsschuld. Daher entspricht der Ausweg ins Bargeld einem Spezialfall des von mir propagierten Weges, das I<S (privat) –Problem durch staatliches Entsparen zu lösen.

Beste Grüße Ihr CCvW

CCvW an Malte Fischer, Wirtschaftswoche

Lieber Herr Fischer – vor kurzem haben Sie in der Wirtschaftswoche einen längeren Artikel zur Dogmengeschichte des Zinses geschrieben. Den will ich hier kurz kommentieren. Das Thema ist für mich ein uraltes. In meinem ersten Semester hatte ich mir das schöne Buch von Friedrich Lutz „Zinstheorie“ gekauft und es dann in den Semesterferien studiert (damals allerdings nicht alles verstanden).

Ich verteile meine Noten auf der Basis dessen, was man bis heute darüber lernen konnte.

Bei zwei von Ihnen genannten Autoren spreche ich von einem eklatanten Irrweg oder auch Rückschritt – relativ zu dem, was zuvor schon erkannt worden war: bei Ludwig von Mises und bei dem von Ihnen zuletzt genannten Hans Herrmann Hoppe.

Sie zitieren Mises: „Würde der Mensch nicht die frühere Befriedigung der späteren vorziehen, könnte er nie zum Genuss kommen.“ Das ist grundfalsch; aber der Lehrer von Mises, nämlich Böhm-Bawerk, war schon darüber hinaus. Die große Errungenschaft der Neoklassik war die Marginalanalyse, sozusagen das „Mehr oder Weniger“. Das haben alle großen Neoklassiker verstanden: Gossen, Walras, Menger, Jevons, Böhm-Bawerk, Wicksell, John Bates Clark, Irving Fisher, Edgeworth, Marshall, Gustav Cassel. Mises vergisst das wieder. Selbst wenn also der Geizkragen bei gleichem relativem Preis (Zins=Null) einen konstanten Konsumstrom verändert, indem er heute weniger und später mehr konsumiert, folgt daraus nicht, dass er heute gar nicht konsumiert, wie Mises behauptet. Die Mises-sche „Urzins-Theorie“ ist einfach Unsinn. Man kann höchstens behaupten: Der Mensch würde unter Nullzinsen heute lieber mehr konsumieren als morgen. Genau das haben Böhm-Bawerk (sein „zweiter Grund“) und Irving Fisher („time preference“) getan und dies zusammen mit einer Analyse des Produktionsprozesses verwendet, um einen positiven Zins abzuleiten. Heute, bei einer Rentenbezugsdauer von durchschnittlich 20 Jahren, überwiegt im Übrigen das Vorsorgemotiv zugunsten des Sparens das Zeitpräferenzmotiv zugunsten des Konsums. Ferner gibt es das Motiv, Vermögen an die nächste Generation zu vererben. Daher hat Böhm-Bawerk heute nicht mehr recht, was das Ergebnis betrifft – so recht er diesbezüglich zu seinen Lebzeiten hatte.

Was Hoppe behauptet, ist natürlich genau das Gegenteil dessen, was richtig ist. Sofern Sie Hoppe richtig wiedergeben, sagt er, dass der niedrige Zins darauf beruht, dass der Wohlfahrtsstaat die Menschen davon abhält, selbst für ihre Zukunft vorzusorgen; dass dies zu einer Erlahmung der gesamtwirtschaftlichen Dynamik führt. Und deshalb, also wegen dieser nachlassenden Dynamik, gehen die Zinsen in den Keller, da die Zentralbanken dem Niedergang durch Niedrigzinsen entgegen arbeiten müssen. Richtig ist genau das Gegenteil: gäbe es den Wohlfahrtsstaat nicht, so gäbe es anstelle der enormen künftig zu leistenden Rentenansprüche an den Staat ein viel größeres Volumen privater Vorsorgefonds, die nach Anlagemöglichkeiten suchen. Der Zins, der unter solchen Bedingungen mit Vollbeschäftigung kompatibel ist, wäre weitaus niedriger als der heutige. Er wäre massiv negativ.

Zu Ihrer Darstellung von Keynes: Sie schreiben (abgeleitet aus dem Keynes-Zitat: „Der Zinsfuß ist die Belohnung für die Aufgabe von Liquidität für einen bestimmten Zeitraum.“), dass für Keynes der Zins ein rein monetäres Phänomen sei. Ferner zitieren Sie Keynes, der geschrieben habe, dass die Böhm-Bawerk-sche Analyse nutzlos sei. Indessen ist dies eine Darstellung von Keynes, die zu kurz greift. Wir alle kennen das IS-LM-Diagramm, mit dessen Hilfe Hicks bald nach Erscheinen der General Theory dessen Theorie dargestellt hat. Die LM-Kurve ist die monetäre Seite; die IS-Kurve ist die realwirtschaftliche Seite. Insofern ist die „marginal efficiency of capital“ in der Keynes-schen Theorie als realwirtschaftliches Phänomen sehr wohl enthalten. Damit ist der Zins als Phänomen des Allgemeinen Gleichgewichts kein rein monetäres Phänomen. Dem widerspricht nicht, dass der Zins

zugleich die Belohnung für die Aufgabe von Liquidität ist. Es gilt ja auch, dass der Lohn die Belohnung für die Aufgabe von Freizeit ist. Daraus folgt ja auch nicht, dass der Lohn ein rein freizeit-ökonomisches Phänomen ist.

Die Kommentierung von Böhm-Bawerk durch Keynes beruht darauf, dass man vor Hicks „Value and Capital“ (1939) die Widersprüche nicht auflösen konnte, die sich aus der ursprünglichen Definition der durchschnittlichen Produktionsperiode durch Böhm-Bawerk ergaben. Hicks verstand (ich vermute: als erster?), dass man die Produktionsperiode mit den Gegenwartswerten von Lohnzahlungen und Konsumgüterverkäufen berechnen sollte. Das Faktum, dass Keynes kein „Österreicher“ war, macht ihn jedoch nicht zu einem Theoretiker, der Abwegiges vorgetragen hat. Sein großes Verdienst ist die Einführung in die Theorie davon, dass Arbeitsplätze knapp sein können, was jeder ökonomisch nicht vorgebildete Betrachter gar nicht in Abrede stellen würde. Also sein Begriff der „effektiven Nachfrage“. Virulent kann das Problem einer unzureichenden effektiven Nachfrage werden, weil der Zins – insoweit als monetäres Phänomen – nicht negativ werden kann, da die Liquiditätsnachfrage bei Zins=Null beliebig groß wird.

Beste Grüße Ihr Carl Christian von Weizsäcker

23.12. 16.

Liebe Kolleginnen und Kollegen,

in den angehängten papers beschäftige ich mich (weiterhin) mit der Nachhaltigkeit staatlicher Schulden in einem neoklassischen Wachstumsmodell. Ich würde mich freuen, wenn sie auf Ihr Interesse stießen und Sie mir kritische Anmerkungen und Verbesserungsvorschläge zukommen lassen würden.

Mit den besten Wünschen zu Weihnachten und für das Neue Jahr
Ihr Frank C. Englmann

30.12. 16.

Lieber Herr Starbatty – Ihr heutiger Artikel in der FAZ liest sich gut. Die Gegenüberstellung von Keynes und Schumpeter ist ein guter Rahmen für eine Analyse der heutigen Situation. Ich muss gestehen, dass ich die Kritik von Schumpeter an der General Theory bisher nicht in meinem Gedächtnis gespeichert hatte. Ich vertraue jetzt Ihrem Referat hierzu. Der wichtigste Punkt ist die Kritik an der Investitions-Funktion von Keynes, in deren Zentrum die abnehmende Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals steht. Ist aber hier nicht ein Missverständnis Schumpeters? Die drei Verhaltensfunktionen von Keynes werden ja mikroökonomisch abgeleitet: der einzelne Agent handelt unter der Annahme, dass er die Handlungen der übrigen Agenten damit nicht beeinflusst. Dann aber ist die abnehmende Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals einfach eine betriebswirtschaftliche Erscheinung: hat der Unternehmer die Möglichkeit, zwei Investitionsprojekte zu verwirklichen, wird er das rentablere vor dem weniger rentablem verwirklichen. Damit aber investiert er bei niedrigem Zins in zwei Projekte, bei höherem Zins nur in eines und bei noch höherem Zins in keines. Was Schumpeter meint, ist, dass gesamtwirtschaftlich Investitionen, die mit Innovationen verbunden sind, für eine zusätzliche Dynamik sorgen werden (neoklassisch ausgedrückt: positive externe Effekte von Innovationen), sodass auch nach der Investition-Innovation die Investitionschancen nicht kleiner sind als zuvor, dass also in diesem Sinne die Innovation keine

abnehmende Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals zur Folge hat. Aber diesen Gedanken kann der private Investor nicht zur Grundlage seiner Investitionsentscheidung machen, weil der eben die externen Effekte enthält. Was die Investitionen betrifft, ist die wichtige Innovation von Keynes das Einbringen der „animal spirits“: also behavioural economics.

Ihre Schlussfolgerungen für die gegenwärtige Politik akzeptiere ich nicht – das wird Sie nicht überraschen. Das will ich hier nicht in extenso diskutieren. Nur so viel: selbst wenn eine restriktivere Geld- und Fiskalpolitik letztlich zu mehr Schumpeterscher Dynamik führen sollte, liegt dazwischen ein „Tal der Tränen“ mit hoher Arbeitslosigkeit. Das politische System hielte deswegen eine derartige Politik gar nicht aus. Eine Zentralbank, die dem Ziel der Geldwertstabilität verpflichtet ist, darf hier dem politischen System solange nicht durch Zinserhöhungen in die Quere kommen, als dies nicht durch tatsächliche Inflation gerechtfertigt werden kann. Diese ist aber derzeit nicht vorhanden.

Vor einigen Jahren (2011) habe ich auf der Gedächtnis-Veranstaltung für Herbert Giersch den beiliegenden Vortrag gehalten. Er geht aus von einer Kontroverse zwischen Samuelson und Giersch, in der es sich auch um „Keynes oder Schumpeter“ dreht. Sie fand statt im Jahre 1983 – hundert Jahre nach der Geburt von Keynes und von Schumpeter.

Alle guten Wünsche für das kommende Jahr

Ihr

Carl Christian von Weizsäcker

31.12.16.

Lieber Herr von Weizsäcker,
liebe Diskussionsteilnehmer,

nachdem wir dieses Jahr viel Zeit mit einer Diskussion verbracht haben, die Herr von Weizsäcker auf 313 Seiten (!) zusammengefaßt hat, wünsche ich Ihnen allen einen guten Rutsch und ein frohes Jahr 2017!

Herzliche Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lb. Herr Homburg, liebe Kollegen, Ich wünsche allen einen guten Start ins neue Jahr.
Herzlichst Lars P Feld

An die Makroökonomische Runde die besten Wünsche für das Jahr 2017!

Ich möchte mit Ihnen zu Beginn dieses Jahres eine Sorge teilen, die mich gegenwärtig besonders umtreibt: die Gefahr zunehmenden Protektionismus. Mit der Wahl Donald Trumps ist diese Gefahr sicherlich größer geworden. Hier möchte ich „meine“ Strategie zur Abwendung des Protektionismus nicht erneut vorstellen. In meinem PWP-Beitrag, der in Heft 4 des Jahrgangs 2016 gerade auch in Druckform erschienen ist, habe ich hierzu einiges aus europapolitischer Sicht geschrieben. Diesen Artikel hatte ich Ihnen früher schon zugesandt.

Es gibt ein sehr altes legitimes Argument zugunsten des Protektionismus, das Friedrich List vor 175 Jahren in seinem „Nationalen System der Politischen Ökonomie“ entwickelt hat. Man kennt es unter dem Titel des „Erziehungszolls“. Krugman's Theorie, für die er den Nobelpreis bekommen hat, steht im Grunde in dieser List'schen Tradition. Das anstehende und erstaunliche Rapprochement zwischen den USA unter Trump und Russland unter Putin steht – neben anderem – unter dem Vorzeichen des Protektionismus. Für Russland lässt sich das Erziehungszoll-Argument in gewisser Weise rechtfertigen (bei aller politökonomischen Skepsis, die man hier auch haben kann). Es ist insofern interessant, dass Putin seit Beginn des Jahres 2016 auf einen Moskauer ökonomischen Think-Tank hört, der den Namen Stolypin-Club trägt. Stolypin war Anfang des 20. Jahrhunderts noch zur Zarenzeit ein reformorientierter Ministerpräsident, dessen Modernisierungsreformen sehr stark von Friedrich Lists Ideen geprägt waren. Und so ist auch der Stolypin-Club in seiner Grundauffassung protektionistisch im List-schen Sinne. Ich habe in meinen Lehrjahren, speziell in Basel 1960-62, Friedrich List genauer zur Kenntnis genommen, da Edgar Salin ja ein großer Listianer war und die noch heute existierende List-Gesellschaft wieder begründete.

Weniger passend ist die List-sche Gedankenwelt für die USA. Denn nach List soll der Erziehungszoll ja gerade die Exporte der führenden Industrienation eindämmen (damals Großbritannien). Indessen ist sowohl das Wahlprogramm Trumps als auch seine bisher sichtbare Personalpolitik auf Protektionismus angelegt: die Revision des Wegbrechens von industriellen Arbeitsplätzen durch internationale Konkurrenz, speziell aus Mexiko und China. Zugleich kann sein Programm der Steuersenkung und der Staatsausgabenerhöhung mit diesen Wahlkampf-Slogans nur dann kompatibel gemacht werden, wenn der hieraus resultierende Import-Stimulus von kompensierenden Maßnahmen zur Erschwerung von Importen begleitet wird. Wie Joachim Fels schon vor ca. zwei Wochen festgestellt hat, kann hieraus eine Bremse für die Erhöhung der amerikanischen Zinsen resultieren, da ein starker Dollar das Gegenteil einer Importbremse ist. Aber es gibt eben auch andere Importbremsen wie z.B. Zölle und andere Handelserschwernisse.

Der hier zu erwartende Protektionismus muss nach aller ökonomischen Logik die Inflation anheizen. Was macht man da? Nixon hat es vor einem knappen halben Jahrhundert vorgemacht: Preiskontrollen der verschiedensten Art. Damit transformiert sich der Protektionismus im Binnenmarkt in eine Abkehr von marktwirtschaftlichen Steuerungsmechanismen, die dann mehr und mehr durch administrative ersetzt werden. Die „gemessene“ Inflation kann damit eine Weile lang gedämpft werden; die „tatsächliche“ (wie immer man sie auch sinnvoll definieren kann) natürlich nicht.

Das neue Rapprochement Russland-USA steht damit unter dem umgekehrten Vorzeichen wie das der neunziger Jahre, als mit amerikanischen Ratgebern unter Jelzin alles privatisiert wurde und man den freien Markt predigte. Die damaligen Ratschläge von Jeffrey Sachs und anderen haben zu einem sehr ungleich verteilten Wohlstand und damit letztlich zu einem „Backlash“ geführt, der nun einen massiven Protektionismus und Interventionismus allerorten befürchten lässt.

Ich denke, unsere Profession ist aufgerufen, sich intensiv um diese Fragen zu kümmern, gerade auch aus polit-ökonomischer Perspektive. Es geht nicht allein um das Singen des Hohen Lieds des Freihandels, sondern auch darum, wie man in demokratischen Staaten dafür sorgen kann, dass Mehrheiten hierfür gewonnen oder erhalten werden können. Hier ist dann der Konnex zu meinen makro-ökonomischen Auffassungen, die ich im PWP-Artikel fokussiert auf Europa niedergelegt habe. Dort steht auf S. 387: „Wie wäre wohl die Brexit-Abstimmung ausgefallen, wenn Deutschland eine ausgeglichene Leistungsbilanz hätte?“

Carl Christian von Weizsäcker

Sehr geehrter Herr von Weizsäcker,

ich teile Ihre Einschätzung, dass wir eine Politik zugunsten der Globalisierungsverlierer benötigen, um den Protektionismus aufzuhalten. Ich wäre Ihnen dankbar, wenn Sie mir Ihren PWP-Artikel noch einmal zumailen könnten.

Mit freundlichem Gruß

Jörg Krämer Chefvolkswirt Commerzbank

2.1.17

Liebner Herr von Weizsäcker,

ich wünsche Ihnen erst einmal ein Gesundes und Erfolgreiches 2017! Es war schön, im vergangenen Jahr die Diskussion mit Ihnen fortzusetzen. Ich freu mich auf das kommende Jahr.

Zu Ihrer Leistungsbilanzfrage am Ende Ihrer Mail: Wäre es nicht die Aufgabe der Ökonomen, den Leuten zu erklären, dass Leistungsbilanzsalden der Spiegel der Kapitalströme und damit ein Ergebnis intertemporaler Überlegungen darstellt? Ich versuche das immer wieder, habe aber den Eindruck, dass auch die meisten Ökonomen hier der merkantilistischen Logik der Leistungsbilanz (Überschuss gut, Defizit schlecht) folgen.

Betrachtet man die Zahlungsbilanz als Ergebnis eines intertemporalen Kalküls, kommt man zu einer etwas differenzierteren Interpretation des deutschen Leistungsbilanzüberschusses, nämlich dass er vor allem den Deutschen selber schadet, weil er Ausdruck ihres nicht sehr rationalen Investitionsverhaltens (oder ihrer schlechten Standortqualität) ist (oder beides).

Vor diesem Hintergrund werden auch Protektionsforderungen oder der Ruf nach deutschen Lohnerhöhungen zur Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit unsinnig.

Sie haben natürlich Recht, dass die meisten Menschen merkantilistisch denken. Es ist daher m.E. Aufgabe der Ökonomen, diese Sicht zu entkräften, ohne oberlehrerhaft zu werden. Haben Sie eine Idee, wie das geht?

Herzliche Grüße

Ihr Andreas Freytag

Lieber Herr Freytag – nett, dass Sie schreiben, vielen Dank. Da Sie die Mail nur mich schreiben, antworte ich Ihnen auch individuell. Jedoch werde ich vielleicht später Ihren Gesichtspunkt nochmal coram publico zur Sprache bringen.

Sie haben recht für eine vollbeschäftigte Welt. Jedoch, wenn man ein Problem der effective demand hat, dreht sich die Kausalität der Tendenz nach um: dann steuern die Investitionen über ihren Einkommenseffekt die Ersparnisse (Keynes) und analog steuern die Exportüberschüsse den Kapitalexport und nicht umgekehrt.

Später vielleicht mehr, bin kurz vor einer Reise und muss nun packen.

Alles Gute Ihnen für das Jahr 2017!

Ihr

CCvW

Gute Reise, lieber Herr von Weizsäcker!

Da muss ich dran bleiben, wenn Sie zurück sind. Denn die Frage ist ja, warum der "effective demand" zurückbleibt - wenn man strukturelle Fragen ausblendet, stimmt Ihre Logik. Dann gilt aber auch, dass man die Investitionsbedingungen nur schlecht genug machen muss, damit man sich nicht mehr darum kümmern muss (und endlich die Notenpresse anwerfen darf). Also: viel Diskussionsbedarf!

Bis demnächst

Ihr

Andreas Freytag

Doch noch Zeit für eine kurze Antwort. Ich gebe Ihnen recht, dass man immer auch die Investitionsbedingungen im Auge halten muss. Man kann ja die Keyneschen animal spirits auch als abhängig von der Wirtschaftsordnung sehen: die Erhard-sche Zigarre symbolisiert das ja sehr schön. Aber mein "unique selling point" oder USP (um die Marketing Sprache zu verwenden) im Rahmen der Zukunft der Ökonomen ist eben der: bei Vollbeschäftigung wäre selbst bei einem Realzins von Null $S > I$, aus den in meinen Publikationen angegebenen Gründen. Und dann reicht herkömmliche Ordnungspolitik allein nicht mehr aus, so wichtig sie natürlich bleibt.

Mein PWP-Paper argumentiert letztlich: wir wären im Euro-Raum mit unserer deutschen Predigt zugunsten institutioneller Reformen sehr viel akzeptabler für die Italiener etc. , wenn wir eine ausgeglichene Leistungsbilanz hätten. Mit unserer heutigen Politik droht eine Entfremdung vom Euro. Bricht der Euro zusammen, weil entweder die schwachen oder aber die starken Mitglieder die Lust verlieren, dann haben wir in Deutschland das Problem einer zu harten Währung, das wir nicht wie die Schweiz durch Devisenmarktinterventionen konterkarieren können, mit einem USA-Präsidenten Trump schon gar nicht. Aber diese meine Logik setzt mein obiges $S > I$ Theorem voraus, wie in dem PWP-Paper ja auch explizit gemacht.

Herzliche Grüße CCvW

Lieber Herr von Weizsäcker, liebe Ökonomen-Runde,
die Sorge über den zunehmenden Protektionismus in seinen verschiedenen Ausprägungen -- Handelsbarrieren, Einwanderungsbeschränkungen, Subventionen für heimische Unternehmen, "moral suasion" gegen Arbeitsplatzverlagerungen ins Ausland etc. -- teile ich, wie vermutlich die meisten Teilnehmer dieser Runde auch.

In der Tat lautet die Kernfrage, in CCvW's Worten: "Es geht nicht allein um das Singen des Hohen Lieds des Freihandels, sondern auch darum, wie man in demokratischen Staaten dafür sorgen kann, dass Mehrheiten hierfür gewonnen oder erhalten werden können."

Eine Stimulierung der heimischen Absorption in den Überschuss-Ländern durch Angebots- und Nachfragepolitik, wie CCvW sie vorschlägt, wäre wünschenswert. Allerdings bin ich mir nicht sicher, ob dies ausreicht. Zusätzlich halte ich es für angebracht, die Verlierer der Globalisierung zumindest teilweise zu kompensieren, um die Akzeptanz des Freihandels zu fördern. Ideen dazu gibt es ja schon lange - Milton Friedmans negative Einkommensteuer, Wolfram Engels' "Bürgergeld" und in jüngster Zeit das garantierte Mindesteinkommen, das nun in Finland in kleinem Rahmen getestet wird.

Allerdings sehen ich keine Chance, dass solche Ideen hier in den USA auf absehbare Zeit Akzeptanz finden könnten, schon gar nicht unter einer Trump-Administration. Zumindest von amerikanischer Seite ist der Weg zur De-Globalisierung somit wohl leider vorgezeichnet. Aber vielleicht kann Europa hier vorangehen - womöglich sogar Europaweit? Ich denke ein Diskussion auch in dieser Runde über Vor- und Nachteile sowie Ausgestaltungsmöglichkeiten wäre lohnend.

Mit den besten Wünschen für das neue Jahr,

Joachim Fels

Lieber Herr von Weizsäcker, liebe KollegInnen,

die Nachricht von Herrn Fels, der ich in wichtigen Punkten zustimme, lässt mich gleichwohl das Wort ergreifen, weil die interessanten Diskussionen dieser Runde dabei ganz in die Nähe meiner zentralen Forschungsinteressen geraten.

Mit großem Befremden verfolge ich, wie die Debatte über ein bedingungsloses Grundeinkommen derzeit zum x-ten Mal Wiederauferstehung feiert. Ich kann mir zwar noch einige Gründe zurecht legen, warum CEOs aus dem Silicon Valley mittlerweile dafür eintreten. Warum Herr Kaeser von Siemens -- auf Nachfrage nur noch etwas uneindeutig -- dasselbe tut, ist mir dagegen schleierhaft. Meine Deutung der jüngsten Debatte ist, dass es dabei eigentlich um die Frage geht, ob die USA eine Grundsicherung bräuchten, u.a. aus den von Herrn Fels angesprochenen Gründen.

In Deutschland und den meisten EU-Staaten gibt es eine solche Grundsicherung, hierzulande z.B. auf Grundlage des SGB II (vulgo "Hartz IV"). Sie ist in der Regel nicht bedingungslos, aus Gründen, die ich hier vielleicht nicht erörtern muss, aber sie existiert. Die bestehenden Systeme sind sicherlich nicht perfekt. Als politische Kompromisse zwischen drei Zielen, die z.T. normativer Natur und durch Trade-offs miteinander verbunden sind (sozio-kulturell angemessene Einkommenssicherung und ungeschwächte Erwerbsanreize für die Bezieher sowie tragbare Belastungen für die Finanziere -- stärken Sie zwei davon, leidet unweigerlich das jeweils dritte), können sie es wahrscheinlich nie sein. Aber im Vergleich zur weitgehenden Abwesenheit solcher Instrumente, abgesehen von Food stamps, haben sie auch ihre Stärken. Die variierenden Ausgestaltungen bieten zudem reichlich Material für vergleichende Analysen und darauf basierende Verbesserungsvorschläge aller Art.

Eine europäische Debatte über dieses Thema kann sich jedenfalls auf das Wie konzentrieren und sollte nicht als Gespensterdebatte über das Ob geführt werden. Sie sollte die existierenden Lösungen bei aller Kritik außerdem nicht kaputt reden. Ich fürchte aber, dass man dabei in politische Diskussionen gerät, die im heraufdämmernden Bundestagswahlkampf und gegenüber postfaktischen Positionen, die das Feld längst besetzt halten, kaum zu führen und nicht zu gewinnen sind.

Mit besten Grüßen
Martin Werding

Lieber Herr von Weizsäcker,

in einem Punkt haben Sie definitiv Recht: Wären die Leistungsbilanzüberschüsse kleiner, wären wir Deutschen in Europa glaubwürdiger. Der Grund wäre, dass wir besser dastünden, weil es mehr Investitionen gäbe. Ihre These, dass S immer größer I gilt nur, wenn man Infrastruktur-Investitionen nicht ins Kalkül zieht. Da sie den Akteuren kaum einen direkten bringen, weil sie nur langfristig wirken, werden zu wenige öffentlich Investitionen getätigt. Wenn Regierungen einmal anfangen, die Renditen von Investitionen nicht in Wiederwahl-Wahrscheinlichkeiten, sondern in zukünftiger Beschäftigung zu messen, sähe es anders aus. Dann wäre auch hier $S < I$, da bin ich mir sicher. Vielleicht müssen wir in diese Richtung argumentieren - hier scheinen wir eine Schnittmenge zu haben, oder?

Herzliche Grüße
Andreas Freytag

3.1.17.

Lieber Herr von Weizsäcker, lieber Herr Fels, liebe Ökonomen-Runde.

Allen ein frohes, neues Jahr!

Und: es stimmt schon. Das Konzept des "komparativen Vorteils" ist für Nicht-Ökonomen häufig erstaunlich schwer zu verstehen (nach meiner Erfahrung), und die zunächst nicht offensichtlichen Vorteile freien Handels immer wieder zu erklären, ist eine wichtige Aufgabe unserer Zunft. Nein, nicht alle jobs gehen nach China.

Aber nicht aller Widerstand gegen freien Handel beruht auf Mißverständnis: es gibt da durchaus konkrete Ängste und Verlierer, und die gilt es ernst zu nehmen. Freihandelsabkommen werden eben meistens nicht als Pareto-Verbesserung durchgeführt. Ist das "nur" ein politisches Problem, oder auch ein ökonomisches? Ist es möglich, wie nahe kann man daran kommen, was kann man wirklich konkret als Politik-Empfehlung abgeben? Wie kann man der öffentlichen Debatte um diese Abkommen helfen, um sachlich die Gewinner und Verlierer (und das "Wieviel") zu berechnen?

Für diese Diskussion hier wäre dabei eine Lektüre und Diskussion der neueren wissenschaftlichen Arbeiten auf diesem Gebiet für diese Diskussionsrunde wunderbar! Was wird dort gefunden, was lässt sich daraus konkret ableiten? Da geht es wohl weniger um ausgeglichene Handelsbilanzen und Stimuli keynesianischer Art, und eher um eine doch deutlich differenziertere Sicht der Vor- sowie Nachteile freien Handels sowie die Heterogenität der Haushalte und Firmen, die zur Beurteilung der "welfare effects" wahrscheinlich zentral ist. Wer traut sich, einen Anfang einer kompetenten Zusammenfassung der neueren und relevanten Literatur auf diesem Gebiet zu geben? Ich würde das sehr begrüßen.

Mit freundlichen Grüßen aus Chicago,

Harald Uhlig

Lieber Her Uhlig.

Wenn ich richtig informiert bin, sind die Löhne der wenig qualifizierten Arbeitskräfte in den USA in den letzten **50 Jahren** mehr oder weniger konstant geblieben.....während sich das BSP/Kopf zirka verdreifacht hat (und die CEO's dem Begriff der Selbstbedienung einen neue Dimension verliehen haben).

In praktisch allen industrialisierten Ländern wurde der Lohndruck immer damit gerechtfertigt, dass man mit dem Ausland "wettbewerbsfähig" bleiben muss.

Da werden die Ökonomen nun in der Tat grössere Probleme haben den betroffenen Bevölkerungs-Schichten zu erklären, wie wichtig es ist die komparativen Vorteile voll auszuschöpfen.

Mit freundlichen Grüßen

Thomas von Ungern

Lieber Herr Freytag - Zuerst einmal eine Präzisierung meiner Ungleichung $S > I$. Dies gilt für den privaten Sektor also $S^*(\text{privat}) > I^*(\text{privat})$, wobei das Sternchen sich auf den Zustand bezieht: 1.

"Vollbeschäftigung", 2. Realzins=Null, 3. Ausgeglichene Leistungsbilanz, 4. Keine Subventionen für Investitionen oder Sparen, 5. Eine gut funktionierende Marktwirtschaft. Ferner ist mit I das gemeint, was in der landläufigen volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung damit gemeint ist, was insbesondere Investitionen in Humankapital (Bildung, Gesundheitsvorsorge wie Sport oder auf schlanke Linie achten etc.) nicht mit einschließt - also Investitionen in Realkapital.

Die herkömmliche Auffassung, der Sie offenbar auch angehören, ist, dass gilt $I^*(\text{privat}) > S^*(\text{privat})$. Dann kann auch bei ausgeglichenem Staatshaushalt die Gleichung $S=I$ dadurch hergestellt werden, dass die Zentralbank den geeigneten Zins $r > 0$ wählt. Meine Ungleichung sagt das Gegenteil. Wenn sie aber gilt, dann bedarf es einer fiskalpolitischen Korrektur (oder negativer Realzinsen, also Zerstörung der Preisstabilität), um den Zustand $*$ herzustellen; also ein Primärdefizit des Staates, um $S^*(\text{privat}) - I^*(\text{privat}) > 0$ saldenmechanisch zu kompensieren.

Was Infrastruktur-Investitionen betrifft, so sehe auch ich, dass hier derzeit zu wenig getan wird. Aber auch hier gibt es abnehmende Grenzerträge: der japanische Bau von Brücken, für deren Nutzung kein Bedarf besteht, zeigt, dass die Stimulierung von Infrastrukturausbau nicht notwendigerweise ausreicht. Immerhin wäre es für Deutschland schon ein Gewinn, wenn der Staat mithilfe von Haushalts-Defiziten mehr für die Infrastruktur macht. Gabriel hat das ja mithilfe von PPP versucht, aber da ist ihm sein linker Flügel in die Parade gefahren.

Die Begründung meiner These ist kurz gesagt folgende: die Mehrergiebigkeit längerer Produktionsumwege ist erschöpft, wenn wir diese mit dem Kapitalkoeffizienten messen. Dieser ist säkular konstant, obwohl sich die Finanzierungsbedingungen von Investitionen säkular massiv verbessert haben. Demgegenüber steigt und steigt und steigt die Lebenserwartung und damit der dritte Lebensabschnitt (Rentenbezugsdauer, die sich im letzten halben Jahrhundert verdoppelt hat). Details in meinen verschiedenen Publikationen.

Beste Grüße Ihr

CCvW

Lieber Herr von Weizsäcker, liebe Ökonomenrunde,

die Furcht vor Protektionismus in 2017 erscheint mir ebenso übertrieben, wie das Hohenlied der Globalisierung vorher.

Anbei meine 'impressionistische' Aufarbeitung der Globalisierungs-Übertreibungen und unten ein Link mit dem Argument, dass das Gerede von Globalisierungsverlierern auch oft wenig mit der Realität zu tun hat. Zu viele starren auf die USA. In Europa sieht es oft anders aus.

Mit den besten Wünschen für ein 'offenes' 2017.

Daniel Gros

<https://www.ceps.eu/publications/globalisation-really-fuelling-populism>

Herr von Ungern:

Die Frage, ob manche Löhne konstant geblieben sind, während das BSP gewachsen ist, ist zwar interessant, hat aber mit der anstehenden Frage der Vor- und Nachteile des Außenhandels zunächst nichts zu tun. Es mag einen Zusammenhang geben: gibt es da gute, wissenschaftliche Arbeiten dazu, die den herstellen?

Wir können natürlich auch gerne völlig andere Themen hier diskutieren.

MfG,

Harald Uhlig

Liebe Kolleg(in)en,

dass der Aussenhandel immer auch Verlierer hervorbringt, wissen wir doch spaetestens seit Heckscher/Ohlin. Allerdings auch, dass das nur in einem kurzfristigen und statischen Modell notwendigerweise der Fall ist. Langfristig verliert mal die eine, dann wieder eine andere Industrie oder Faktorgruppe. Da es insgesamt Nettovorteile gibt, sollten die meisten Buerger auf Dauer profitieren. Und den anderen muss man eben Moeglichkeiten, aber auch Anreize geben, sich anzupassen. Zum Beispiel den Niedrigloehnern, sich besser zu qualifizieren. Protektionismus und bedingungsloses Grundeinkommen bewirken aber wohl eher das Gegenteil. Oder gibt es starke empirische Belege dafuer, dass das anders ist?

Im Uebrigen stellt der technische Fortschritt bzw ueberhaupt der Wettbewerb uns doch vor genau das gleiche Problem. Der Kutscher muss eben umschulen, wenn das Auto erfunden wird. (Bei Stolper/ Samuelson bleibt er immer Kutscher, woraus natuerlich ein Wohlstandsverlust resultiert). Diskutieren wir deswegen etwa darueber, den Wettbewerb zu verbieten oder technischen Fortschritt zu behindern? Wohl eher nicht.

Daher wuensche ich uns allen positives und selbstbewusstes Denken im Neuen Jahr. Wir Oekonomen muessen nicht gleich ueber jedes Stoeckchen springen, das die Kapitalismuskritiker uns hinhalten.

Beste Grüße

Ihr

Ulrich van Suntum

6.1.17.

Liebe Oekonomenrunde,

anbei ein Interview in der heutigen Boersenzeitung, in dem einige der Themen, die wir im Laufe der letzten Jahre in diesem Forum diskutiert haben, anklingen.

Mit freundlichen Gruessen,

Joachiim Fels

7.1.17.

Lieber Joachim Fels – Ihr Interview bestätigt mich in meinen eigenen Mittelfrist-Prognosen.

Bei den problematischen Ereignissen des letzten Jahres sollte man allerdings nicht vergessen, dass es auch gute Nachrichten gab. Ich verweise auf die FAZ vom 28. Dezember, also vor ca. 10 Tagen. Dort berichtet die Wissenschaftsjournalistin Nicola von Lutterotti auf molekularbiologische Erklärungen dafür, dass ein moderates, regelmäßiges, periodisches Hungern den Krebs besiegt und andere Effekte hat, die die Lebenserwartung steigern. Gute Nachricht für alle, die alt werden wollen.

Schlechte Nachricht für die Anhänger der These, dass der staatsschulden-bereinigte natürliche Zins nicht negativ ist. Beste Grüße

Carl Christian von Weizsäcker

8.1.17.

Lieber Herr von Weizsäcker!

Regelmäßiges, periodisches Hungern ist auch aus ökonomischer Sicht optimal, vorausgesetzt, Haushalte haben Campbell-Cochrane Präferenzen, siehe <http://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/676119>, Ljungqvist-Uhlig, "Comment on the Campbell-Cochrane Habit Model", JPE Oct 2015, vol. 123, no. 5. Gibt es da eine Parallele? Zugegebenermaßen nicht, was die Lebenserwartung angeht.

Campbell-Cochrane-Präferenzen implizieren allerdings keine Restriktion bzgl des Vorzeichens des natürlichen Zinses.

MfG,

Harald Uhlig

11.1.17.

Jakob von Weizsäcker schickte mir den Link zu folgendem Artikel von Bradford DeLong:

I. The Third Coming of John A. Hobson

In my view, the current debate about "secular stagnation" started by Larry Summers is best thought of as the third coming of John A. Hobson.



The first coming of John A Hobson was, of course, Hobson (1902): *Imperialism: A Study*. In Hobson's schema, unequal income distribution combined with the limited physical capacity to consume of the rich meant that anything like full employment could be maintained only with a growing share of output devoted to government purchases and investment. But where were there vents for additional investment? Abroad, in the growing empire:

Investors who have put their money in foreign lands, upon terms which take full account of risks connected with the political conditions of the country, desire to use the resources of their Government to minimize these risks, and

so to enhance the capital value and the interest of their private investments. The investing and speculative classes in general also desire that Great Britain should take other foreign areas under her flag in order to secure new areas for profitable investment and speculation...

Moreover, the military apparatus necessary to conquer and to defend what had been conquered soaked up productive capacity that would otherwise have been idle. As Winston Churchill put it with respect to Great Britain's naval construction plans for the year 1909: "The Admiralty had demanded six [Dreadnought-class] battleships: the economists offered four: and we finally compromised at eight." Thus governments that embarked on imperialism and armaments found their domestic economies in relatively good shape with respect to employment, capacity utilization, and profits; while governments that minded their knitting did not. And even though imperialism and militarism were humanitarian and cost-benefit disasters, governments that pursued them tended to remain in office. And this pushed Europe toward World War I.

It is conventional among economists to not understand Hobson's "underconsumptionist" argument. As Ben Bernanke commented in 2013:

As I pointed out... [when] Larry first raised the secular stagnation argument... it's hard to imagine that there would be a permanent dearth of profitable investment projects. As Larry's uncle Paul Samuelson taught me in graduate school at MIT, if the real interest rate were expected to be negative indefinitely, almost any investment is profitable. For example, at a negative (or even zero) interest rate, it would pay to level the Rocky Mountains to save even the small amount of fuel expended by trains and cars that currently must climb steep grades. It's therefore questionable that the economy's equilibrium real rate can really be negative for an extended period...

This, of course, misses the point that risk-bearing capacity is an essential factor of production needed for private-sector business investment, and risk bearing capacity must be mobilized and paid for—and paid for very handsomely given the adverse selection and moral hazard problems in financing private investment. A very healthy average risky rate of profit is perfectly consistent with a short-term safe real rate of interest less than the negative of the rate of inflation.

For Hobson, of course, the solution was progressive tax and transfer (and perhaps predistribution?) policies to end the Gilded Age and create a reasonable distribution of income, in which fortunes would not be in the hands of those whose stomachs were small and whose narrow eyes were not much bigger, and who would thus hoard rather than spend their incomes.

The second coming of John A. Hobson was, of course, Alvin Hansen (1939). Secular stagnation was "sick recoveries which die in their infancy and depressions which feed on themselves and leave a hard and seemingly immovable core of unemployment..." We were "rapidly entering a world in which

we must fall back upon a more rapid advance of technology than in the past if we are to find private investment opportunities adequate to maintain full employment..." For Hansen, the solution was either (a) more investment in research and development to speed technological progress, or (b) public investment "in human and natural resources and in consumers' capital goods of a collective character..."

In some sense Hobson's fears became true and more than true: World War I, and what followed. And when the world economy reoriented itself after World War II we were no longer in a Gilded Age but, rather, in an Age of Social Democracy with a much more equal income distribution—and so Hobson's unequal income distribution and resulting underconsumptionist worries were no longer relevant.

Alvin Hansen's worries were similarly obsolete as the post-World War II order formed itself. We got the greater public investment, both in research and development to spur more rapid technological progress—DARPA—and in the Cold War arms race.

The Wheel Has Turned Again

The Longer Depression: But now the wheel of history has turned once again. We have a Second Gilded Age. We have had what looks to have been either the second-largest or the largest adverse financial business-cycle shock in history. We have had an economic downturn followed by a very slow recovery that has produced and will produce a cumulative output gap vis-a-vis potential that will rival and may well exceed the Great Depression itself as a multiple of the economy's productive potential.

But it is not just what people call "the Great Recession" and should call "the Longer Depression". It is the long, steady decline in safe interest rates at all maturities since 1990: the decline in short-term safe real interest rates from 4% to -1.5%, and the decline in long-term safe real interest rates from 5% to 1%.

B. Larry's Core Worry: And so now we have Larry Summers (2013), reacting to the collapse of the short-term safe nominal Wicksellian "neutral" rate of interest consistent with full employment and with central banks' ability to hit their inflation targets.

We are handicapped because there is not one place in which Larry has developed his argument: it is evolving. But the debate Larry has started seems to me, as I wrote, "the most important policy-relevant debate in economics since John Maynard Keynes's debate with himself in the 1930s."

Summers's core fear is that the global economy—or, at least, the North Atlantic chunk of it—will be stuck for a generation or more in a situation in which, if investors have realistically expectations, then even if central banks reduce interest rates to accommodate those expectations and even if governments follow

sensible but not extravagant fiscal policies, private financial markets will still fail to support a level of investment demand compatible with full employment.

Thus economic policymakers will find themselves either hoping that investors form unrealistic expectations—prelude to a bubble—or coping with chronic ultralow interest rates and the associated risks of stubbornly elevated unemployment.

III. Causes of Secular Stagnation III

Such “badly behaved investment demand and savings supply functions,” as Martin Feldstein called them when he taught this stuff to me at Harvard back in 1980, could have seven underlying causes:

1. High income inequality, which boosts savings too much because the rich can't think of other things they'd rather do with their money. (Hobson)
2. Technological and demographic stagnation that lowers the return on investment and pushes desired investment spending down too far. (Hansen)
3. Non-market actors whose strong demand for safe, liquid assets is driven not by assessments of market risk and return but rather by political factors or by political risk. (Bernanke)
4. A broken financial sector that fails to mobilize the risk-bearing capacity of society and thus drives too large a wedge between the returns on risky investments and the returns on safe government debt. (Rogoff)
5. Very low actual and expected inflation, which means that even a zero safe nominal rate of interest is too high to balance desired investment and planned savings at full employment. (Krugman, Blanchard)
6. Limits on the demand for investment goods coupled with rapid declines in the prices of those goods, which together put too much downward pressure on the potential profitability of the investment-goods sector.
7. Technological inappropriateness, in which markets cannot figure out how to properly reward those who invest in new technologies even when the technologies have enormous social returns—which in turn lowers the private rate of return on investment and pushes desired investment spending down too far.

A. Other Economists' Views as Partial: The first thing to note is that other economists who have been worrying at related issues have views all of which appear to be a subset of Summers-style secular stagnation concerns. Hobson saw income inequality as the root—that's number 1 on the list. Hansen saw demographic and technological stagnation—that's number 2, and today this point of view is echoed by Gordon. Bernanke, the former Federal Reserve chairman, says we have entered an age of a “global savings glut” because of mercantilism and political risk in emerging markets—that's number 3 on the list. Kenneth Rogoff of Harvard points to the emergence of global “debt supercycles” that have broken the ability of financial markets to do the risk transformation on a large

enough scale—that's number 4. CUNY's Paul Krugman warns of the return of "Depression economics" and seeks central banks that will "credibly promise to be irresponsible", while Olivier Blanchard called for a 4%/year inflation target—that's number 5. And numbers 6 and 7 have not yet made their appearance in the policy-macroeconomic debate. But they should.

Larry Summers is all of the above: all seven.

B. Against Partial Explanations: And his major concern is to argue against those who think that it is just one of the seven that is the problem—that there is a quick fix, which will either come of itself relatively soon or could be brought forward in time via a simple, clever policy move. Thus Summers on Bernanke:

Ben... suggest[s]... the savings glut is a relatively transitory phenomenon that will be repaired. Perhaps in the fullness of time... [but] it is very difficult to read market judgments about real interest rates as suggesting that that is likely.... For the relevant medium-term policy horizon (as I have no useful views about 2040 or 2050) the challenge of absorbing savings in productive investment will be the overriding challenge for macroeconomic policy...

And Summers on Rogoff:

Ken Rogoff argues... that the current weakness is the temporary result of over-indebtedness.... The debt super-cycle view does not have a ready explanation for the low level of real interest rates, nor does it have a ready explanation for the fact that real interest rates have fallen steadily.... Ken suggests an alternative hypothesis for explaining the low level of real interest rates... a generalized increase in the level of risk.... [But] you would... expect [that] to lead to a decline, rather than an increase, in asset values, given that it was those assets that had become more risky. You would expect it to manifest itself in a measurable and clear increase in implied volatilities, as reflected in options markets. You would expect it to reflect itself in a dramatic increase in the pricing of out-of-the-money puts. But the opposite has occurred.... The length of time that markets are forecasting low real interest rates makes the stagnation fairly secular or the debt super-cycle very long, at which point the distinction blurs.

And what is the temporary debt-overhand induced headwind that is thought to be present in a major way today but that will be gone in three years?

Corporate balance sheets are flush. The spread between LIBOR and other yields are low. Debt service ratios are at abnormally low levels. Whatever your indicator of repair from the financial crisis, it has mostly happened. And yet with interest rates of zero, the United States is still likely to grow at only two percent this year. I do not see a good reason to be confident that that situation will be significantly better three years from now....

Any debt overhang would itself be endogenous. Why did we have a vast erosion of credit standards by 2005? Why were interest rates in a place that enabled such bubbles? Because that was what was necessary to keep the economy going with adequate aggregate demand through that period. So even if a debt overhang were occurring it would in a sense be a mechanism through which secular stagnation or over-saving produces damage. It is not an alternative to the idea of secular stagnation...

Summers's rejection of the Krugman-Blanchard higher-inflation-is-the-solution position as a sufficient and quick fix seems to me more subtle. I do not think he has set it out clearly. But what Summers is thinking—or at least what the Larry Summers emulation module I have running on my own wetware is thinking—is this:

There are worthy private risky investment projects and unworthy ones. Worthy risky projects have a relatively low elasticity with respect to the required real yield—that is, lowering interest rates to rock-bottom levels would not induce much more spending. In contrast, unworthy risky investment projects have a high elasticity. Thus, when safe interest rates get too low, savers who should not be bearing risk nonetheless reach for yield—they stop checking whether investment projects are worthy or unworthy.

Put it another way: there are people who should be holding risky assets and there are people who should be holding safe assets. The problem with boosting inflation so that the central bank can make the real return on holding safe assets negative is that it induces people who really should not be holding risky assets to buy them.

I would speculate that, deep down, Summers still believes in one tenet of inflation economics: that effective price stability—the expectation of stable 2 percent inflation—is a very valuable asset in a market economy. It should not be thrown away.

C. Seeking Not a Cure But Palliatives: For Summers, secular stagnation does not have one simple cause but is the concatenation of a number of different structural shocks un- or only loosely-connected with each other in their origin that have reinforced each other in their effects pushing the short-term safe nominal Wicksellian “neutral” rate down below zero. But even though there is no one root cause, there are two effective palliatives to neutralize or moderate the effects.

Thus Summers calls for two major policy initiatives:

1. Larger and much more aggressive progressive tax and transfer (and predistribution?) policies to end the Second Gilded Age.
2. A major shift to an investment-centered expansionary fiscal policy as the major component of what somebody or other once called “a somewhat comprehensive socialisation of investment... [as] the only means of securing an approximation to full employment... not exclud[ing] all manner

of compromises and of devices by which public authority will cooperate with private initiative...”

I think he has a very, very strong case here.

D. Achieving Potential: The standard diss of Larry was that even though his promise was immense—he was brilliant, provocative, creative, and so willing to think outside-the-box that you sometimes wondered whether he knew where the box was or even if there was a box—there was no great substantive contribution but only a bunch of footnotes to lines of inquiry that really “belonged” to others.

I think this is the contribution.

12.1.17

Von Gunther Schnabl

Sehr geehrte Damen und Herren,

anbei finden Sie die neuesten Beiträge der **Forschungsplattform Nullzinspolitik und wirtschaftliche Ordnung**. Klicken Sie auf die Überschriften, um zu den Beiträgen zu gelangen.

Kommentare

Amerikas neue Regierung will die amerikanische Fed zur Vernunft bringen

Thomas Mayer argumentiert in der F.A.S., dass die Geldpolitik in den USA sich stark verändern könnte, wenn mit der neuen Regierung ein im Jahr 2015 verabschiedetes Gesetz zur Reform der Federal Reserve in Kraft treten würde. Die Fed müsste sich an einer mathematischen Formel für die Bestimmung des Leitzinses orientieren. Das würde einen deutlich höheren Zins bedeuten.

Wie können wir den Kollaps in Europa verhindern?

Andreas Freytag argumentiert, dass die aktuelle Geldpolitik der EZB eine getarnte Fiskal- und Umverteilungspolitik ist, die die Wirtschaftsordnung in Europa unterhöhlt. Die Austrittsverhandlungen von Großbritannien seien eine Chance, um die Regeln der EU zu reformieren.

Mechanismus für Bankenabwicklung: Niemand dringt auf Anwendung

Alexander Fink argumentiert in einem Beitrag für das Institute for Research in Economic and Fiscal Issues (IREF), dass es, trotz eines verbindlichen Bankenabwicklungsmechanismus in Europa, weder für inländische noch für ausländische Regierungen Anreize gibt, dieses Regelwerk einzuhalten.

Wissenschaftliche Papiere

Central Banking and Crisis Management from the Perspective of Austrian Business Cycle Theory

Gunther Schnabl analysiert die Entwicklung des Krisenmanagements der Zentralbanken seit Mitte der 1980er Jahre. Er zeigt auf Grundlage der österreichischen Konjunkturtheorie, dass die Konvergenz der Zinsraten gegen null und das Aufblähen der Zentralbankbilanzen zu Finanzmarktblasen, wachsender Einkommensungleichheit und schwachem Wirtschaftswachstum geführt hat.

Weitere Stimmen

Schumpeter versus Keynes - Den Blick von Cambridge nach Wien richten

Joachim Starbatty und Jürgen Stark argumentieren, dass die keynesianische Dominanz in der Wirtschaftspolitik nicht zur nachhaltigen Lösung der heutigen Probleme beiträgt. Durch die ultra-expansive Geldpolitik wird der marktwirtschaftliche Prozess der "schöpferischen Zerstörung" behindert, was das Wachstum lähmt.

24.1.17.

Lieber Herr Plickert, lieber Herr Südekum – Ihre heutigen Artikel bzw Glossen im Wirtschaftsteil der FAZ veranlassen mich zu einer Reaktion.

In Ihrer Glosse, Herr Plickert, auf S. 15 machen Sie der EZB den Vorwurf, durch ihre Politik den hohen Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands verursacht zu haben, der nunmehr Trumps Kritik hervorruft. Ich möchte Sie hier nur auf folgendes hinweisen. Die deutschen Ökonomen, die die EZB-Politik kritisch sehen, behaupten seit Jahren, dass die sehr niedrigen Zinsen nur die Sparer enteignen, jedoch keinen stimulierenden Effekt haben. Vgl. zum Beispiel die Erfurter Erklärung vom vergangenen Sommer, in der doch allen Ernstes behauptet wurde, dass eine Zinsanhebung die Investitionen steigen lasse. Im Rahmen dieser Logik wurde der Wechselkurseffekt der EZB-Politik wohlweislich ignoriert. Nun zeigt die Bundesbank, dass die QE-Politik (Kauf von langlaufenden Staatsanleihen) der EZB den Euro gegenüber dem Dollar um 6 ½ % abgewertet hat. Darauf führen Sie in Ihrer Glosse nunmehr die hohen Leistungsbilanzüberschüsse Deutschlands zurück. Das aber bedeutet aus meiner Sicht, dass QE eine stark stimulierende Wirkung auf die Konjunktur des Euro-Raums gehabt hat. Dennoch wird sie von Ihnen (und vielen deutschen Ökonomen) nun erneut kritisiert – nunmehr, WEIL sie diesen stimulierenden Effekt gehabt hat. Denn der passt den Amerikanern nicht, wie Trump nicht müde wird, zu verkünden. Also was denn nun? Hat QE einen stimulierenden Effekt oder nicht? Vorher wurde die EZB kritisiert, weil QE keinen habe. Jetzt, seit Trumps Wahlsieg, wird sie von denselben Leuten kritisiert, weil QE die Leistungsbilanz in den positiven Bereich gebracht hat, also stimulierend war.

Ich erlaube mir, meinen Artikel aus der FAZ aus dem Jahre 2013 anzufügen. Ich sprach vom Damokles-Schwert einer Euro-Aufwertung, die als Folge einer hypothetischen Prosperität des Euro-Raums eintreten werde – und damit ceteris paribus genau diese Prosperität wieder zunichtemacht. Quintessenz damals: Die deutsche Schuldenbremse macht es dem Euro-Raum unmöglich, in eine alle Mitglieds-Staaten umfassende Prosperität zu gelangen. Keynes, wenn er noch lebte, hätte längst eine Schrift geschrieben: „The Economic Consequences of Mr. Schäuble“. Vielleicht wird man, gezwungen durch Präsident Trump, diese ökonomische Logik endlich einmal zur Kenntnis nehmen. Ich habe in PWP – letztes Heft 2016 – dafür plädiert, die Schuldenbremse durch eine Leistungsbilanzbremse zu ersetzen. Der Text wurde vor dem Wahlsieg Trumps geschrieben, ist aber durch Trump nur noch aktueller geworden. Angesichts der Ankündigungen Trumps kann ich es mir nicht verkneifen, den letzten Satz meines Damokles-Artikels aus dem Jahre 2013 wörtlich wieder zu geben: „Die Amerikaner und Chinesen werden weiter deutsche Autos kaufen, aber es sind dann nur solche, die in den USA und China hergestellt werden.“

Lieber Herr Südekum. Danke für Ihren FAZ-Artikel zu Trumps Strategie. Ich stimme Ihnen in allen wesentlichen Punkten zu. Dogmenhistorisch möchte ich anmerken, dass es die Idee des Political Business Cycle natürlich nicht erst seit Alesina-Tabellini gibt (was die Verdienste ihrer Arbeit nicht schmälern soll). Ich erinnere nur an Schumpeter und später Nordhaus. Aber zur aktuellen Politik: Eine Politik der Überexpansion hat es in den USA schon mal gegeben: nach Johnsons Great Society und den Problemen des Vietnam-Kriegs unter Johnson und dann Nixon war eine gute Konjunktur und damit eine gewisse Wirtschafts-Zufriedenheit der Wählerschaft der notwendige Hintergrund des Versuchs von Nixon und Kissinger, mit einem blauen Auge aus dem Vietnam-Desaster heraus zu kommen. Darüber ging das Bretton-Woods-System der festen Wechselkurse in die Brüche. Nixon versuchte dann die Inflationsgefahr, die er selbst hervorgerufen hatte, durch Preiskontrollen zu unterdrücken. Ich denke also, dass wir von Trump auch derartige Interventionen des Staates in das Marktgeschehen erwarten können. (Im Übrigen sind wir ja in Deutschland auch dabei, da und dort Preiskontrollen einzuführen oder zu verstärken: Mietpreisbremse).

Beste Grüße

Carl Christian von Weizsäcker

Lieber Herr von Weizsäcker,

ich danke Ihnen herzlich für Ihre Mail. Den dogmenhistorischen Schuh ziehe ich mir gerne an. Die Idee, die ich mit Alesina/Tabellini assoziiere, stammt wahrscheinlich nicht originär von ihnen sondern hat eine längere Vorgeschichte. Aber ich fand die Arbeiten von A/T immer so schön klar in der Darstellung, das ist jedoch bloß mein Geschmack.

Ihren sonstigen Ausführungen stimme ich voll und ganz zu. Ich habe Ihren Beitrag aus der PWP gelesen und finde ihn exzellent. Ich zitiere ihn auch in meinem angehängten Beitrag im Wirtschaftsdienst zu den (regional und qualifikationsspezifisch heterogenen) Arbeitsmarkteffekten der Globalisierung in Deutschland, die unter dem Strich für das Verarbeitende Gewerbe natürlich nur deswegen positiv waren, WEIL Deutschland seit der Einführung des Euro den persistenten Leistungsbilanzüberschuss hat. Dieser Überschuss wurde natürlich auch durch QE befördert, daran hatte ich noch nie einen Zweifel. Insofern bin ich, was die Beurteilung der EZB-Politik angeht, voll auf Ihrer Seite.

Beste Grüße

Ihr Jens Südekum

Lieber Herr v. Weizsäcker,

dass die Euro-Abwertung seit 2014 den deutschen Leistungsbilanzüberschuss noch vergrößert hat, ist wohl kaum zu bestreiten. (Ob Trump am deutschen LB-Überschuss demnächst Anstoß nehmen wird, bleibt abwarten.) Ich sehe keinen Widerspruch zwischen der Aussage, dass das EZB-QE-Programm für die Südländer realwirtschaftlich wohl nicht allzu viel gebracht hat, und der Aussage, dass QE via Euro-Abwertung den deutschen Export besonders angeheizt hat. Italien, Spanien und Griechenland haben geringere Exportquoten gegenüber dem Dollar-Raum, so dass ihre Wirtschaft von einer Euro-Abwertung relativ weniger stimuliert wird als die deutsche, die es aber gar nicht nötig hat.

Beste Grüße

Philip Plickert

Lieber Herr Plickert, lieber Herr von Weizsäcker,

die Wechselkurseffekte sind neben anderen Determinanten durchaus spürbar. Das haben wir 2015 in einem ausführlichen Kapitel zur Leistungsbilanz im Jahresgutachten dokumentiert. Siehe anbei , Seiten 240 ff.

mit freundlichen Grüßen, Volker Wieland

Vielen Dank - CCvW

25.1.17.

Liebe Oekonomenrunde,

anbei mein Op-ed in der heutigen Financial Times darueber wie Trump (unabsichtlich) Europa wieder gross machen koennte. Zugegeben, etwas „wishful thinking“ mag dabei mitschwingen...Beste Gruesse,

Joachim Fels

FT: Europe may prove unlikely win from Trump's 'America first'

US protectionism may force Germany and others to adopt a policy of fiscal expansion

By Joachim Fels

It is difficult to understand why Donald Trump's campaign promise to "Make America Great Again" resounded so much with so many. True, the threat of terrorism, rising inequality and job-killing digitalization have been breeding anxiety for some time. However, on most metrics the U.S. economy has been doing just fine and certainly better than Europe.

While the median U.S. household's real income still stands below the late-1990s peak, it has risen solidly over the past four years and will soon make new highs. Americans still live in the biggest homes, drive the largest cars and eat the thickest steaks. U.S. living standards, measured by per-capita GDP, are some of the highest in the world (aside from a few special cases such as Luxembourg, Norway and Switzerland) and stand 50% above that of Europe and Japan. American technology,

films and music shape people's days and nights around the globe. The U.S. financial industry is on a sounder and more profitable footing, its housing and service sectors are the most vibrant, and its top universities are unrivalled. Carnage it is not.

If any major economy in the world needs to be made great again, it is Europe's. Following a decent economic performance between the euro's creation and the global financial crisis, Europe has been stumbling through a lost decade. Economic growth in the European Union has stagnated on balance since 2008 and the unemployment rate remains twice as high as in the U.S. As a consequence of the euro crisis, the banking sector is balkanized and financial markets are fragmented. The move towards "ever deeper union" has stalled; separatism and a new nationalism are on the rise. Brexit appears to be a taste of things to come rather than an isolated, idiosyncratic event.

Somewhat ironically, however, Donald Trump's promise to put America first might actually help make Europe great again.

First, while the new U.S. administration aims to discourage imports into the U.S. and boost domestic production, European exporters should still be able to increase their market share in the U.S. for some time. One reason is that the dollar has strengthened and the euro has weakened since the U.S. presidential election, increasing the competitiveness of European exports. If the Federal Reserve follows through with the three policy rate hikes envisaged by the FOMC's own projections, and the ECB keeps expanding its balance sheet and taxing banks for their excess reserves, the dollar could strengthen even further.

Moreover, higher consumer and business confidence, as well as higher stock prices, could boost U.S. demand for both domestically and foreign produced goods.

Switching demand away from foreign to domestic goods could work eventually, but in the near term, there simply isn't enough quality and capacity in U.S. manufacturing to fill the gap. Most of the "Make America Great Again" hats that Trump supporters were sporting at the inauguration were manufactured in China or Vietnam, and it will take a while, and a major relative price change, before we see the more affluent Americans favour Chevrolet, Lincoln, Chrysler and Jeep over BMW, Mercedes, Lexus and Range Rover.

Second, the prospect of a more protectionist U.S. administration, together with existing local pressures from populist movements, will likely provoke policy responses in Europe aimed at stimulating domestic demand and potential growth.

The external threat to Germany's export-led growth model is now palpable and this will help the German chancellor to overcome the opposition in her party to a more expansionary fiscal policy. In addition, while the austerity rhetoric towards Greece is unlikely to change significantly, we may see more leniency towards growth-oriented fiscal policies elsewhere in the euro area.

Third, a more isolationist U.S. foreign and defense policy could catalyze a new joint European defense initiative. Committing to a common defense budget, financed by joint issuance, to counter actual or perceived external threats is a much easier sell than other forms of fiscal union.

Taken together, relative to the optimism on the U.S. and the pessimism on Europe that is priced into markets at this stage, Europe looks set to have the bigger potential to surprise on the upside.

All said, Donald Trump may well succeed in making an already great America even greater. But the chances are that in four or eight years' time more Europeans than Americans will have reasons to say "Thank you, Mr. President!"

Joachim Fels | Managing Director
Global Economic Advisor
PIMCO

30.1.17.

On 24.01.2017 12:10, Christian von Weizsäcker wrote:

Ich habe in PWP – letztes Heft 2016 – dafür plädiert, die Schuldenbremse durch eine Leistungsbilanzbremse zu ersetzen. Der Text wurde vor dem Wahlsieg Trumps geschrieben, ist aber durch Trump nur noch aktueller geworden.

Lieber Christian von Weizsäcker,

Vielen Dank! Ich stimme Ihnen völlig zu. Ich vermute aber, dass diejenigen, die Austerität als Selbstzweck sehen, antworten werden: Dann brauchen auch Länder wie Griechenland und Spanien eine Leistungsbilanzbremse. Das Problem ist aber, dass die deutschen Lohnkosten seit Jahrzehnten um weniger gestiegen sind als die vereinbarten 2% plus Produktivitätsgewinn, während sich Länder wie Frankreich oder Italien an diese Vorgabe gehalten haben. Deshalb brauchen wir eine einseitige Angleichung für Deutschland, zumal eine Angleichung über Deflation bei den anderen Ländern viel kostspieliger wäre. Für die anderen Länder brauchen wir eine solche Leistungsbilanzbremse eben nicht.

Um also abwegigen Einwänden zu begegnen sollte man m.E. dies Ziel deutlich formulieren und klar machen dass ohne solche Anpassungen der Euro nicht beibehalten werden sollte. Beim Zerfall des Euro sind übrigens die erwirtschafteten Außenhandelsüberschüsse genauso futsch wie wenn man diese jetzt nutzt um z.B. Griechenlands Schulden zu erlassen. Eine mögliche aber wohl unrealistische

Alternative habe ich vor Jahren mal in einem Blog angedeutet.

Ich verstehe übrigens nicht warum die europäischen Partner sich das deutsche Fehlverhalten gefallen lassen.

Mit freundlichen Grüßen
Ekkehart Schlicht

1.2.17.

Lieber Christian von Weizsäcker

On 24.01.2017 12:10, Christian von Weizsäcker wrote:

Keynes, wenn er noch lebte, hätte längst eine Schrift geschrieben: „The Economic Consequences of Mr. Schäuble“. Vielleicht wird man, gezwungen durch Präsident Trump, diese ökonomische Logik endlich einmal zur Kenntnis nehmen.

Das Handelsblatt Morning Briefing bemerkt dazu:

Deutschland scheint der **neue Lieblingsfeind der Amerikaner** zu sein. Im Gespräch mit der „Financial Times“ bezichtigt **Peter Navarro**, der von Trump nominierte Vorsitzende des National Trade Council, uns Deutsche der fortgesetzten **Währungsmanipulation**. Berlin nutze einen „stark unterbewerteten“ Euro, um seine **Handelspartner** „auszubeuten“. Den Euro bezeichnete Navarro als „implizite D-Mark“. Wer solche Freunde hat, braucht keine Feinde.

Die Trump-Leute scheinen also in einigen Punkten die Dinge ähnlich zu sehen wie Sie (und ich und andere). Vielleicht hat Herr Fels mit seiner Hoffnung recht, dass dies zu einer Revision der Politik in Europa führt. Man kann es nur wünschen.

Mit freundlichen Grüßen an die Runde
Ekkehart Schlicht

Lieber Ekkehart Schlicht – danke für die Mail. Unabhängig davon, ob man meine (unsere, wenn ich Sie einschließen darf) Auffassung bezüglich der deutschen Politik teilt oder nicht, muss man sich mit der Trump-Navarro These auseinander setzen. Ich denke, dass man um Agreements mit den USA bezüglich der Bedingungen der Aufrechterhaltung des Freihandels nicht herum kommt, in denen eine Einschränkung des Exportüberschusses zur Verpflichtung der Exportländer wird. Die Schuldenbremse Deutschlands ist dann nicht mehr aufrecht zu erhalten. Das wird vor der Bundestagswahl unter der Decke gehalten. Dann wird man in Abhängigkeit des Wahlergebnisses weiter sehen.

Beste Grüße CCvW

2.2.17.

Lieber Christian, Du weißt ja, dass ich das Thema etwas anders sehe. Angehängt ein Artikel von mir, der heute in der FT (online version) erschienen ist, zum Vorwurf der Währungsmanipulation an Deutschland.

Beste Grüße

Clemens (Fuest)

Lieber Herr Fuest,

vielen Dank! Ich finde dass Sie das Problem zu juristisch sehen - als ob allein die Geldpolitik zur Währungsmanipulation (intendiert oder un-intendiert) benutzt werden kann. Unbestritten ist doch, dass die deutschen Produkte auf dem Weltmarkt zu billig sind. Unbestritten dürfte auch sein, dass das auf die Dauer schief gehen muss und den Protektionismus stärken wird. Ziemlich unbestritten wird sein, dass das mit den relativ zu niedrigen Lohnkosten in Deutschland zusammenhängt. Ebenfalls unbestritten dürfte sein, dass durch expansive Fiskalpolitik Lohnsteigerungen herbeigeführt werden können - jedenfalls könnte man das mal probieren. Trumps pro-zyklische Politik wird in dieser Hinsicht Anschauungsmaterial liefern.

Beste Grüße

Ekkehart Schlicht

Lieber Herr Schlicht,

es ging mir eigentlich um einen einfachen ökonomischen Punkt: Navarro blendet aus, dass der Euro die Exporte aus Südeuropa in die USA verringert hat (jedenfalls in der Logik seines Denkmodells) und der Euro insofern nicht in dem Ausmaß für das Anwachsen des US-Handelsdefizits verantwortlich ist, wie es der Anstieg der deutschen Exporte nahelegt. Was Deutschland angeht, wäre zur Korrektur der Wettbewerbsunterschiede in der Eurozone eine schuldenfinanzierte Fiskalexpansion m.E. nicht das richtige Instrument, sondern eher eine ‚fiscal revaluation‘ – Mehrwertsteuer senken, Sozialversicherungsbeiträge oder Einkommensteuern erhöhen.

Beste Grüße

Clemens Fuest

3.2.17.

Lieber Herr Schlicht,

ich stimme Herrn Fuest voll und ganz zu. Die Empfehlung, nun in Deutschland die Schuldengrenze über Bord zu werfen, bedeutet letztlich: Wenn die Deutschen eine verzerrend-stimulierende Geldpolitik beenden wollen, die nicht zu ihnen passt, sollten sie eben eine prozyklische Fiskalpolitik machen, die nicht zu ihnen passt. Das ist ein bezeichnendes Beispiel für eine makroökonomische Interventionsspirale. Erst wird die Geldpolitik für Probleme in Gang gesetzt, die sie nicht lösen kann, und die schwerwiegenden Nebenwirkungen sollen dann durch sachfremde Eingriffe an anderer Stelle übertüncht werden. Und ob die Löhne in Deutschland zu hoch oder zu niedrig sind, wird sich am Arbeitsmarkt von ganz alleine herausstellen, die Fiskalpolitik sollte anderen Kriterien folgen. Diese Form von hydraulischem Makromanagement wäre jedenfalls nicht meine Vorstellung einer in sich stimmigen Politik für einen wohlgeordneten Wirtschaftsraum.

Zur Leistungsbilanzdebatte und vermeintlichen Ungleichgewichten verweise ich im Übrigen auf beiliegenden FAZ-Beitrag (schon zwei Jahre alt, aber solange sich die Debatte im Kreis dreht, bleibt er wohl aktuell):

<http://www.ifw-kiel.de/medien/fokus/2014/ifw-fokus-159>

Herzliche Grüße

Stefan Kooths

Lieber Herr Fuest

On 03.02.2017 08:44, Fuest, Clemens wrote:

Lieber Herr Schlicht,

es ging mir eigentlich um einen einfachen ökonomischen Punkt: Navarro blendet aus, dass der Euro die Exporte aus Südeuropa in die USA verringert hat (jedenfalls in der Logik seines Denkmodells) und der Euro insofern nicht in dem Ausmaß für das Anwachsen des US-Handelsdefizits verantwortlich ist, wie es der Anstieg der deutschen Exporte nahelegt.

Ich stimme völlig zu. Das heißt aber nicht, dass die deutschen Produkte den richtigen Preis hätten. Die deutschen Exporte haben die südeuropäischen Exporte auf dem US-Markt verdrängt. Das ist beggar-my-neighbor policy und führt zu Protektionismus. Oder sehe ich das falsch?

Was Deutschland angeht, wäre zur Korrektur der Wettbewerbsunterschiede in der Eurozone eine schuldenfinanzierte Fiskalexpansion m.E. nicht das richtige Instrument, sondern eher eine ‚fiscal revaluation‘ – Mehrwertsteuer senken, Sozialversicherungsbeiträge oder Einkommensteuern erhöhen.

Ich fand Christian von Weizsäckers Darlegungen in dieser Hinsicht völlig überzeugend. Was ist daran problematisch? Ich finde zudem, dass man zumindest die Verschuldungsgrenzen ausschöpfen sollte wie viele ja auch empfehlen, statt den europäischen Partnern unnötig Schwierigkeiten zu machen. Hauptsache ist aber, dass man das Problem sieht und bekämpft, was wohl lange nicht der Fall war. Könnten Sie mir bitte bezüglich "fiscal revaluation" auf die Sprünge helfen? Wie soll das funktionieren?

Auf jeden Fall vielen Dank für Ihre Überlegungen und HInweise

Beste Grüße

Ekkehart Schlicht

Herrn Navarro wird das von Herrn Fuest angeführte Argument auch deshalb kaum beeindrucken, weil die amerikanischen Handelsbilanzen mit Frankreich und Italien in den letzten Jahren ebenfalls negativ sind – dank der von Deutschland inspirierten Euro-Konvergenzpolitik, die in allem Mitgliedstaaten fiskalische Austerität und interne Abwertung fordert.

Beste Grüße

FW Scharpf

Lieber Herr von Weizsäcker,

soeben erteilte mich die Einladung der Akademie der Wissenschaften zu Ihrem Vortrag am 22. Februar in Düsseldorf.

Man sagte mir auch, dass ich Ihnen diese Einladung zu verdanken habe. Ganz herzlichen Dank – ich komme gerne!

Dann noch einmal kurz zum Thema Leistungsbilanz. Die Diskussion hierzu schlägt ja derzeit wirklich über die Stränge, aber ein wichtiger Aspekt scheint mir dabei noch nicht beachtet worden zu sein. Ich wollte, bevor ich das öffentlich machen, erstmal gerne Ihre Meinung dazu hören.

Wir wissen lässt sich der Current Account ja, vereinfacht gesprochen, auf zwei unterschiedliche Arten und Weisen ausdrücken:

1) $CA = EX - IM$ und

2) $CA = S - I$.

Welche der Sichtweisen ist nun wichtiger/relevanter? Bzw., kann man das anhand der Saldenmechanik besser auseinander halten?

Mal angenommen wir abstrahieren von Güterhandel und unterstellen, dass Deutsche einfach nur ihre Ersparnisse im Ausland anlegen (in Staatsanleihen oder Aktien), ohne irgendeinen Bezug zu Güterexporten oder -importen.

Dann würde das ja als Zunahme von net foreign assets im Financial account gebucht und die NPPI steigt. Der CA bleibt erstmal unberührt, aber die zukünftigen Einkünfte aus dem foreign asset werden später im CA bei den BPI verbucht (aber eben nicht in der Handelsbilanz).

Wenn also Story 2) die einzig relevante ist, worauf ja auch die klassischen Ordnungspolitiker wie Norbert Berhold und abgeschwächt auch Fuest insistieren, dann wird im Zeitablauf nur NPPI steigen aber nicht NEX und der CA würde ausschließlich durch BPI getrieben aber nicht durch die trade balance.

Wenn aber Story 1) stimmt, dann spielt die Musik bei NEX und der trade balance, und die Veränderungen im NPPI sind lediglich Desiderate des Güterhandels.

Diese Unterscheidung hängt sich an eine alte Diskussion auf, ob der current account den capital account treibt oder umgekehrt.

Wenn ich mir nun die Zahlen so anschau, dann scheint mir die Evidenz doch ganz klar auf Seiten der Trade-Story 1) zu liegen.

Die konsolidierte Trade balance (Güter und Dienstleistungen) für Deutschland in 2015 ist +233 Mrd. und damit ungefähr viermal so groß ist wie BPI.

Das führt mich zu dem Schluss, das für Deutschland die trade balance der entscheidende Spieler der Leistungsbilanz ist während auf dem financial account im wesentlichen Gegenbuchungen zum Güterhandel vorgenommen werden.

Wir sehen aber deutlich weniger von Handelsströmen Völlig unabhängige Auslandsinvestitionen.

Einfacher ausgedrückt: Wenn meine Vermutung stimmt, dann klafft die verpönte Lücke zwischen domestic German savings und investments daher, weil wir den Ausländern den Konsum deutscher Netto-Exporte finanzieren.

Das ist also ein klares Indiz für die effektive Unterbewertung Deutschlands im Euro und (im Extremfall) die „beggar-thy-neighbor“-Hypothese und spricht gegen die These, dass man sich nicht weiter um die Leistungsbilanz kümmern müsse, weil einfach nur Deutsche ihr Geld im Ausland anlegen möchten und man sie das bitteschön einfach tun lassen solle...

Bitte verzeihen Sie meine lange Mail, aber das Thema treibt mich derzeit wirklich um und ich bin auf Ihre Sicht sehr gespannt.

Beste Grüße

Jens Suedekum

Lieber Herr Südekum – ich sehe das ähnlich wie Sie – ohne jetzt Experte bei den verschiedenen Größen zu sein, die Sie nennen. Grundsätzlich hängt die Antwort auf die Frage: treibt der Zahlungsstrom den Warenstrom oder umgekehrt? von der makroökonomischen Lage ab. Ist ein Währungsgebiet vollbeschäftigt, dann treibt der Kapitalexport und Kapitalimport den Warenexport und –import. Ist die Volkswirtschaft unterbeschäftigt, dann gilt eher das umgekehrte. Es ist glaube ich analog der Antwort auf die Frage: wird in einer geschlossenen Volkswirtschaft I von S bestimmt oder umgekehrt? Bei Vollbeschäftigung und einer Zentralbank, die für Preisstabilität sorgt, ist S die Ursache für I . Steigt nämlich S , so sinken die Zinsen, woraufhin auch I steigt. $Y=C+I=C+S$ bleibt konstant. Bei Unterbeschäftigung ist es umgekehrt. Steigt I , so steigt Y und das führt zu einem steigenden S .

Ich glaube, diese Logik kann man auch auf offene Volkswirtschaften ausdehnen.

In der Realität sind die Kategorien unscharf. Da braucht man dann den Gedanken des Allgemeinen Gleichgewichts, wo es sowohl Einflüsse von der einen Richtung $S \rightarrow I$ als auch in der anderen Richtung $I \rightarrow S$ gibt.

Vergleicht man die Länder des Euro-Raums, so ist ganz klar, dass es den Ländern umso besser geht (im Vergleich zu ihrem Produktionspotential), je größer ihr Exportüberschuss ist. Das ist ein klarer Indikator, dass das Unterbeschäftigungsmodell gültig ist und der Exportüberschuss den Nettokapitalexport bestimmt.

Beste Grüße Ihr

Carl Christian von Weizsäcker

4.2.17.

Lieber Herr Kooths,

vielen Dank für Ihre Bemerkungen und Ihren Zeitungskommentar. Man kann das Problem der innereuropäischen Lohn disparitäten natürlich ignorieren, das Ziel eines aussenwirtschaftlichen Gleichgewichts in den Kamin schreiben und darauf verweisen, dass in einer Welt allseits geräumter Märkte Interventionen nur schaden können.

Ekkehart Schlicht

CCvW:

Es ist wahrscheinlich noch zu früh, um ein endgültiges Urteil über Trump-Navarro abzugeben. Da die Trump-Postulate gemäß nüchterner neoklassischer Ökonomen-Analyse miteinander nicht konsistent sind, weiß man nicht, was schließlich dabei herauskommt. Indessen ist es symptomatisch für den Zeitgeist, dass ein Mann ins Weiße Haus gewählt wird, der von den Analysen der amerikanischen Spitzenökonomien nichts hält und einen Navarro zu seinem Hauptberater in Handelsdingen macht.

Jedenfalls sollte man sich aus deutscher und europäischer Sicht auf den Eventualfall vorbereiten, dass es massive zusätzliche Einschränkungen beim internationalen Handel gibt. Zugleich sollte eine solche Vorbereitung auch dazu dienen, in der internationalen Wirtschaftsdiplomatie möglichst viel vom Freihandel zu retten. Wichtig ist m.E. hier, dass man den Euro rettet. Wenn der Euro zerbricht, werden die „schwachen“ Euro-Länder nicht nur abwerten, sondern ebenfalls zum nationalen Protektionismus übergehen, Brüssel hin oder her. Der Europäische Binnenmarkt geht dann kaputt. Ich sehe das heute so, nachdem Trump jeden Tag mit seiner protektionistischen Karte in den Schlagzeilen ist. Früher habe ich gedacht, der Euro ist gut für uns in Deutschland, weil er schwach ist. Ich dachte früher, wenn der Euro platzt, hat Deutschland ein Problem mit einer starken DM-neu. Damit kann man fertig werden zum Beispiel durch möglichst niedrige Zinsen und durch Staatsverschuldung. Aber seit Trump ist es schlimmer: wie gesagt: ein Platzen des Euro lässt den europäischen Binnenmarkt vermutlich platzen. Das ist natürlich kein neoklassisches Argument, sondern ein polit-ökonomisches.

Den Euro kann man nicht retten, indem sich Griechenland und Italien zusätzlich Staatschulden aufladen. Andererseits muss das Euro-Gebiet Prosperität liefern können, ohne riesige Leistungsbilanzüberschüsse. Aber in Europa ist nun mal in praktisch jedem Land bei nicht-negativen Zinsen $S^*(\text{privat}) >> I^*(\text{privat})$, wobei * die Bedingung „Prosperität“ darstellt. Damit ist im Trump-Zeitalter kein Staat zu machen. Die Hoffnung von einigen in diesem Kreis und von vielen im Land, dass man die Investitionen enorm stimulieren könne, wenn man dereguliert etc., halte ich für eine Utopie. Aus wirtschaftlichen Gründen: Sie kennen hier meine Position, dass die Mehrgiebigkeit längerer Produktionsumwege ausgeschöpft ist. Aus politischen Gründen: selbst wenn man heute eine unternehmerfreundliche Deregulierungs-Politik macht, wie lange hält die vor? Höchstens eine starke Einwanderung nach Europa könnte die Immobilien-Investitionen nach oben bringen: capital widening statt capital deepening. Aber das wollen die europäischen Wähler nicht. – Damit bleibt die Staatsverschuldung in Deutschland und in anderen starken Euro-Ländern – als Teil eines Angebots an die USA, für das Euro-Gebiet als Ganzes eine Leistungsbilanzbremse einzuführen. Dies, im Gegenzug dazu, dass die USA auf Importbeschränkungen der verschiedensten Art jedenfalls im Handel Europa-USA verzichten.

Das ist natürlich leichter gesagt als getan. Clemens Fuest schlägt stattdessen vor, die Mehrwertsteuer zu senken und dafür die direkten Steuern zu erhöhen. Das würde wie eine Aufwertung wirken.

Ferner hätte es vermutlich einen steigernden Effekt auf die heimische Konsumnachfrage, da diese steuerliche Umverteilung die Menschen mit hoher Konsumneigung entlastet und die Menschen mit hoher Sparneigung belastet. Ob allerdings ein derartiges progressiveres Steuersystem langfristig günstig ist, das würde ich bezweifeln, sofern die übrige Welt nicht mitmacht. Herrmann Simon: Sie sehen wie sehr ich Ihre „Hidden Champions“ verinnerlicht habe.

Andere – auch aus diesem Kreis – plädieren für starke Lohnerhöhungen. Das halte ich für problematisch. Denn diese sind irreversibel, während Mehrwertsteuer-Senkungen leicht reversibel sind, wenn es die Lage erfordert.

Wie natürlich überhaupt im Trump-Zeitalter das Euckensche Konstanz-Prinzip der Wirtschaftspolitik über Bord geht. Die Wirtschaftspolitik muss seit 20. Januar 2017 „auf Sicht“ fahren. Das gilt natürlich nicht nur für Europa, sondern auch für Asien (China, Japan, Indien) und vor allem für Lateinamerika. Wenn Inflation dank Trump wieder das große Thema wird, wenn daraufhin der Dollar als Leitwährung wackelt, muss man erneut fragen, was nunmehr am besten zu tun ist. Aber auch dann sind die riesigen Leistungsbilanzüberschüsse, die Deutschland bisher für seine Prosperität benötigt, etwas, was uns sehr verletzlich macht und die Unternehmen auch von Investitionen in Deutschland abhalten wird.

Eine Frage an Experten: Gibt es in der politikökonomischen Literatur ein Modell folgender Art? Gesucht ein Nash-Gleichgewicht bezüglich einer Politik-Variablen „Importzölle“ (oder allgemeiner: „protektionistische Maßnahmen“). Vermutung: je besser die Konjunkturlage, desto niedriger die Importzölle im Nash-Gleichgewicht des internationalen Politik-Spiels.

CCvW

Lieber Herr von Weizsäcker,

herzlichen Dank für Ihre Ausführungen, denen ich absolut folgen kann. Natürlich ist es nicht falsch zu sagen, dass Deutsche einfach gerne ihr Geld im Ausland anlegen, weil sie dort relativ günstigere Anlagemöglichkeiten für sich sehen.

Dieses Argument trifft in allgemeiner Betrachtungsweise natürlich zu, muss es saldenmechanisch ja auch, und in dem Sinne wird I auch durch S getrieben.

Aber dieses Argument trifft natürlich für sehr viele Länder zu, auch für andere europäische Länder mit ähnlicher Demographie (IT und ESP zum Beispiel). Es kann aber nicht jedes Land auf der Welt dieselbe Strategie wie D verfolgen und massiv Auslandsvermögen akkumulieren.

Der Grund warum Deutschland erfolgreicher ist als andere in diesem Rennen der „säkularen Stagnation“ zu entfliehen, ist die effektive Unterbewertung Deutschlands im Konzert der Euroländer. Diese macht uns super-wettbewerbsfähig und öffnet uns eine Form des Auslandssparens, die anderen nicht offensteht: Wir exportieren unsere Güter, die relativ zu ihrer Qualität sehr günstig sind, und akzeptieren eine spätere Bezahlung. Wie akzeptieren Schuldverschreibungen für unsere Autos und in diesem Sinne wird also tatsächlich S durch I getrieben. Das können Italien, Spanien und Frankreich nicht und das ist ein wichtiger Grund, warum diese Länder nicht auf die Beine kommen.

Was muss Deutschland nun tun? Damit sind wir bei Ihrer Email von eben, der ich wiederum komplett folgen kann. Makroökonomisch betrachtet ist es ja egal, ob wir C, heimisches I oder G steigern. Hauptsache die Summe steigt.

Aber sie muss steigen! Ob wir das über C (höhere Löhne, Senkung MwSt) oder über I (bessere Anreize, insbesondere im Bausektor) oder über G (Infrastruktur-, Bildungsinvestitionen, Flüchtlingsintegration) machen, das vermag ich momentan noch nicht so recht zu beurteilen. Alle Maßnahmen sind gleichgerichtet, alle haben Vor- und Nachteile und ich kann mir vorstellen, dass eine aufeinander abgestimmte Gesamttherapie vermutlich am erfolgversprechendsten ist.

Herzliche Grüße

Ihr Jens Südekum

Ps: Anbei zum Thema noch zwei ganz interessante Blog-Postings

https://www.washingtonpost.com/news/wonk/wp/2017/02/02/how-germany-was-able-to-win-globalization-but-the-united-states-was-not/?hpid=hp_hp-more-top-stories_wb-germany-325am%3Ahomepage%2Fstory&utm_term=.f85a3fb5a104

<https://ftalphaville.ft.com/2017/02/01/2183509/the-us-shouldnt-blame-mexico-for-losing-at-trade-it-should-blame-germany/>

Lieber Christian,

in der Regel sind Exportinteressen leichter organisierbar und daher politisch besser vertreten als Importinteressen. Importinteressen sind ein Luxusgut, das erst eingesetzt wird, wenn die Exportseite nicht mehr anders kann, als ihre eigenen Handelsvorteile durch Importerleichterungen zu erkaufen. Darauf wird Trump früher oder später angewiesen sein.

Viele Grüße

Charles B. Blankart

Am 04.02.2017 um 12:16 schrieb Christian von Weizsäcker:

Eine Frage an Experten: Gibt es in der politikökonomischen Literatur ein Modell folgender Art? Gesucht ein Nash-Gleichgewicht bezüglich einer Politik-Variablen „Importzölle“ (oder allgemeiner: „protektionistische Maßnahmen“). Vermutung: je besser die Konjunkturlage, desto niedriger die Importzölle im Nash-Gleichgewicht des internationalen Politik-Spiels.

CCvW

Lieber Herr von Weizsäcker,

in einem Spiel zweier benevolenter Staaten ist das Bestimmungslandprinzip unabhängig von der Konjunktur ein Gleichgewicht in dominanten Strategien. Dabei werden Importzölle (nur) in Höhe der heimischen Verbrauchsteuern erhoben

und Exporte nicht besteuert.

Benevolenz setzt aber Einsichtsfähigkeit in die ökonomischen Zusammenhänge voraus; dies ist vorliegend das Problem.

Herzliche Grüße
Ihr Stefan Homburg

5.2.17.

Vielen Dank – ich habe auch den Washington Post Artikel gelesen, zu dem Sie mir den Link geschickt haben. Martin Bailey war mein Student, als ich am MIT unterrichtete. Ein sehr netter Mensch, gebürtiger Engländer.

Beste Grüße

CCvW

6.2.17.

Liebe Runde,

ich dachte, der Vorwurf der Devisenmanipulation von Herrn Navarro an die deutsche Politik wäre irgendwo sinnvoll begründet (Restriktionspolitik in Europa, niedrige Zinsen, Dumping-Löhne in Deutschland, die die deutschen Produkte gegenüber den anderen europäischen Produkten billig machen etc.) Dem ist aber wohl nicht so. Herr Navarro beherrscht das kleine Einmaleins der Ökonomie offenbar nicht, trotz eines (angeblichen) PhD aus Harvard. Er behauptet in einem Beitrag (zusammen mit Wilbur Ross), dass die Regeln des Welthandelsabkommens die USA dreifach benachteiligen:

Here is the key unequal tax treatment issue: While the US operates primarily on an income tax system, all of America's major trading partners depend heavily on a "value-added tax" or VAT system. Under current rules, the WTO allows America's trading partners to effectively create backdoor tariffs to block American exports and backdoor subsidies to penetrate US markets. Here's how this exploitation works: VAT rates are typically between 15% and 25%. For example, the VAT rate is 25% in Denmark, 19% in Germany, 17% in China and 16% in Mexico. Under WTO rules, any foreign company that manufactures domestically and exports goods to America (or elsewhere) receives a rebate on the VAT it has paid. This turns the VAT into an implicit export subsidy. At the same time, the VAT is imposed on all goods that are imported and consumed

domestically so that a product exported by the US to a VAT country is subject to the VAT. This turns the VAT into an implicit tariff on US exporters over and above the US corporate income taxes they must pay. Thus, under the WTO system, American corporations suffer a “triple whammy”: foreign exports into the US market get VAT relief, US exports into foreign markets must pay the VAT, and US exporters get no relief on any US income taxes paid. The practical effect of the WTO’s unequal treatment of America’s income tax system is to give our major trading partners a 15% to 25% unfair tax advantage in international transactions. (While in principle, exchange rates should adjust over time to offset border adjustment, in the near term, exchange rate manipulation leads to major effects on trade flows.)

Für den, der es nicht glaubt, füge ich den Beitrag bei. In einem eigenen Beitrag von Navarro für *Economist's Voice*, den ich ebenfalls beifüge findet sich der gleiche Fehler. Navarro ist also völlig unqualifiziert. Eine ausführlichere Kritik an dem Papier von Navarro und Ross findet sich (ausgerechnet!) bei der Library of Economics and Liberty:

http://econlog.econlib.org/archives/2016/09/who_is_peter_na.html

Ekkehart Schlicht

Lieber Herr Schlicht, was Navarro schreibt ist doch im Kern nichts anderes als das Fiscal devaluation Argument, welches auch Clemens Fuest als Politikoption in dieser Runde gerade erst erwähnt hat.

Was nicht stimmt ist, dass dies eine dauerhafte Subvention ist, da Wechselkurse die Steuerunterschiede ausgleichen, weil es ein Substitut für Geldpolitik ist, oder?

Beste Grüße

Christian Bayer

Sehr geehrte Runde,

solche Vorwürfe sind nicht neu. Sie gehen bis in die Mitte der 1980er Jahre zurück. Ronald McKinnon hat dazu ein ganzes Buch geschrieben (siehe unten), in dem er das folgende Muster für Japan herausarbeitet, das auch für China und jetzt wohl auch für Deutschland gilt:

Die Regierungen von Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen gegenüber den USA werden zu unrecht von den USA merkantilistischer Handelspolitiken beschuldigt. Der politische Druck auf diese Länder wird durch eine expansive US-Geldpolitik erhöht, die den Dollar unter Abwertungsdruck und die Währung des Handelspartners unter Aufwertungsdruck bringt. Wenn die Währung des Handelspartners aufwertet (bzw. wie im Falle Chinas eine Aufwertung zugelassen wird), dann werden die internationalen Verbindlichkeiten der USA (die meist in Dollar denominated sind), real entwertet (und müssen nicht zurückgezahlt werden). Gleichzeitig lenkt die US-Regierung die eigene Bevölkerung davon ab, dass die expansive Geldpolitik der Fed zu Lasten der US-Industrie (und zugunsten des US-Finanzsektors) ist.

Wenn Trump dieser schon lange etablierten Politik folgt, ist für die Zukunft wieder eine expansivere US-Geldpolitik zu erwarten.

Siehe auch:

<http://www.insm-oekonomenblog.de/15551-trump-hat-recht-leistungsbilanzueberschuesse-sind-ausbeutung-nur-umgekehrt/>

Gunther Schnabl

Kollegen: Wieso sagt eigentlich niemand, dass Deutschland nichts exportiert (siehe Attachment)?

Gruß

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Hermann Simon

Lieber Herr Schlicht, ich verstehe die Kritik nicht. Der Artikel, den Sie zitieren, geht implizit von 2 Ländern aus, die **beide** mit MWSt arbeiten. Hier ist das nicht der Fall.

Nehmen wir der Einfachheit halber an die Steuern dienen dazu, den Produktionsfaktor "öffentliche Güter" zu finanzieren.

Dann sieht die Lage doch so aus:

Deutsche Exporte werden (implizit) subventioniert, weil sie für diesen Produktionsfaktor in Deutschland nichts bezahlen. Und in die USA zahlen sie auch nichts, da es keine Importzölle gibt.

US Produkte werden übermäßig besteuert, da sie im Inland die Kosten der öffentlichen Güter decken (über die Einkommenssteuer) und dann noch einmal in Deutschland (über die MwSt.).

Das muss doch zu Verzerrungen führen!?

Herzlichen Dank im Voraus

Thomas von Ungern

7.2.17

Lieber Herr Simon – Was ist mit Wechselkursen? Was mit Lohnpolitiken? Was mit Steuerpolitiken? Etc. Müssen wir uns ständig im Kreise drehen? Mir wird schon ganz schwindlig.

Herzliche Grüße

R. Bachmann

Geehrter Herr Simon:

Der Artikel argumentiert, dass es Unternehmen sind, die exportieren, nicht das Land. Na gut, die Schlagzeile "Wir sind Papst" war natürlich auch immer übertrieben. Aber es ist doch klar, daß in einer Marktwirtschaft in erster Linie Unternehmen ihre Ware verkaufen, und daß das nicht staatlich organisiert ist.

Starke Exporte weisen auch nicht daraufhin, daß das Land "starke Unternehmen" hat, sondern daraufhin, daß es in dem Land relativ viele Unternehmen mit einem komparativen Vorteil gibt. Angola und Azerbaijan exportieren 40 des BSP, weil die etwas haben, was wir nicht haben. Thailand hat auch eine deutlich höhere Exportquote als Deutschland, ohne Öl. Neidisch macht mich das nicht.

Merkantilismus ist eigentlich schon 100 Jahre tot: offenbar ist er als Zombie zurück gekommen (das war jetzt mehr auf Trump und auf Teile der Debatte im Allgemeinen bezogen, gilt aber auch hier).

MfG,

Harald Uhlig

Lieber Herr Uhlig,

es gibt schon einen kleinen Unterschied. Ratzinger war der einzige, der Papst war. Aber in meiner Liste habe ich allein 1300 Hidden Champions, die ihr Headquarter in Deutschland haben und Weltmarktführer sind. Und diese denken nicht, jedenfalls nicht primär, in Export, sondern sie denken an ihre Kunden, egal, wo diese sitzen.

Übrigens stammt der Hinweis, dass nicht der Staat, sondern Unternehmen exportieren, nicht von mir, sondern von Harvard-Professor Marc Melitz. Und ich kann Ihnen eines versichern, mit dieser – zugegebenermaßen – trivialen Aussage rufe ich bei meinen Zuhörern in der ganzen Welt Erstaunen hervor. Denn Statistik, Denken, Diskussion zu Exporten fokussieren sich immer auf Länder. Und eine Konsequenz ist nicht trivial: Soll die deutsche Regierung den deutschen Unternehmen das Exportieren verbieten, sie dabei behindern?

Da wäre es sicherlich sinnvoller, etwas zur Förderung der Importe zu tun. Dazu gab es ja in diesem Kreis schon zahlreiche Vorschläge (CCvW: Infrastrukturinvestitionen, davon würden auch die Importe etwas mitbekommen, Fuest: Mehrwertsteuer senken etc.). Wir könnten z.B. ein paar Lockheed F35 kaufen, selbst das kleine Israel tut das. Das wird zwar Tom Enders von Airbus nicht gefallen, aber er hat nichts Vergleichbares zu bieten. Umgekehrt würde ich Trump empfehlen, sich stärker um die Förderung der amerikanischen Exporte zu kümmern, die gerade im dortigen Mittelstand völlig unterentwickelt sind, statt die Importe zu behindern.

Ihren Satz "Starke Exporte weisen auch nicht daraufhin, daß das Land "starke Unternehmen" hat, sondern daraufhin, daß es in dem Land relativ viele Unternehmen mit einem komparativen Vorteil gibt." verstehe ich nicht. Was ist denn der Unterschied zwischen komparativen Vorteilen und "wettbewerbs"-starken Unternehmen? Ob die komparativen Vorteile dabei im Land oder im Unternehmen wurzeln, ist für die Wettbewerbsfähigkeit und den Markterfolg der einzelnen Firma egal.

Ich kümmere mich, als Berater, nicht um Deutschland, sondern um das einzelne Unternehmen. Und wir entwickeln Strategien, die dieses einzelne Unternehmen international/global möglichst stark machen sollen. Ist das Merkantilismus? In unserem Falle sicher nicht. Denn wir tun das mit 1000 Mitarbeitern in 33 Büros in 24 Ländern.

Nachdem mit CCvW freundlicherweise auf den Verteiler gesetzt hat, verfolge ich die Diskussion. Mein Eindruck ist: diese Art der Diskussion bleibt ohne nennenswerte Wirkung auf die Praxis, jedenfalls die Unternehmenspraxis.

Mit besten Grüßen

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Hermann Simon

Honorary Chairman

Es soll vielleicht gar keine Auswirkungen auf die Unternehmenspraxis haben. Sie und Ihre Unternehmen sollen weiterhin Gewinne machen, wie schon der alte Friedmann sagt. Wirtschaftspolitik ist was anderes. Mein Lieblingsbeispiel (frei nach John Cochrane): Unternehmen hassen Wettbewerb, Wirtschaftspolitik sollte ihn lieben. Da sehen Sie schon mal die unterschiedlichen Perspektiven. Ach ja, nicht nur Arbeitslose koennen kompetent ueber Arbeitslosigkeit nachdenken. Wir sollten uns nicht in SPD Bezirksfestdiskurse begeben.

Ruediger Bachmann

Ich stimme CCvW zu, dass wir uns auf Handelsbeschraenkungen von der amerikanischen Seite einstellen muessen, wenn wir der auf die Leistungsbilanz fixierten neuen Administration nicht entgegenkommen. Navarro's Kommentare machen deutlich, was uns bevorsteht.

Neben der Fiskalpolitik (CCvW's Vorschlag) kann hier auch die Geldpolitik eine Rolle spielen – ein Ausstieg aus QE und Negativzins wuerde den Euro staerken und den Dollar schwaechen. Die juengsten Kommentare von Navarro und Trump zeigen, dass sie den Wechselkurs im Visier haben. Allerdings kann der Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik nur gelingen, wenn die Fiskalpolitik hilft.

Hier ein kurzer Beitrag zur Waehrungsdiskussion, der heute auf unserem [PIMCO Blog](#) erschienen ist:

2 A New Phase in the Cold Currency War

By Joachim Fels

One of the most interesting and, for many observers, surprising market developments year-to-date has been the gradual descent of the broad trade-weighted U.S. dollar from the lofty 14-year highs reached late last year. Is this just a temporary lapse in a general dollar bull market, as most forecasters and market participants appear to believe, or has the dollar already peaked?

As always in currency space it's hard to tell, but one thing is clear: The new U.S. administration is not interested in a strong dollar. Witness U.S. President Donald Trump's comments that the dollar is "too strong" against the Chinese yuan and "it's killing us" and White House trade advisor Peter Navarro's recent allegations that Germany is using a "grossly undervalued" euro to "exploit" its trading partners.

These comments shouldn't come as a surprise, at least not if you believe in my theory that we have entered a new "cold currency war." Cold wars are not fought in open battle but with covert actions and words. In a PIMCO Blog post [on currencies](#) in December, I explained how the European Central Bank (ECB), the Bank of Japan (BOJ) and the People's Bank of China (PBOC) opened the cold currency war through guarded actions that contributed to the depreciation of their currencies against the dollar during the second half of 2016. Yet, I also wrote that the U.S.'s "benign neglect seems unlikely to survive Trump's first 100 days in office. A stronger dollar hurts the U.S. manufacturing sector and thus many of Trump's voters. Continued dollar appreciation may make it (even) more likely that Trump will make good on his campaign promise and start targeting foreign currency 'manipulators' soon after taking office." As Trump's and Navarro's recent comments show, benign neglect is now history.

Moreover, two other central banks seem to have entered the cold currency war last week, even if their statements are not primarily directed at their currencies. The Fed, in its post-[FOMC meeting statement](#) on Wednesday, refrained from trying to push the already low March rate hike expectations higher through more hawkish language. It was vindicated by a January labor market report on Friday that showed strong employment growth but easing wage pressures and a rising unemployment rate due to a jump in labor force participation. As a consequence, the probability of a rate hike in March priced into fed funds futures eased to only 15%. A day later, the Bank of England raised its GDP forecast in the quarterly [Inflation Report](#) but dropped its estimate of the [NAIRU](#) (the non-accelerating inflation rate of unemployment) significantly, thus sending a dovish signal that helped depreciate the pound.

De-escalation

So where do we go from here? In the logic of a cold war, it would now appear to be the turn of China, Europe and Japan to respond with covert actions that weaken their currencies again, or at least prevent them from strengthening further against the dollar. Yet, quite the opposite has happened recently: China fixed the yuan stronger against the dollar after the Lunar New Year, and the ECB has been quietly dropping hints that it may abandon the "downside risks to growth" language at its March meeting.

Perhaps this is just a temporary pause in the cold currency war. However, there is an alternative interpretation. Recall that a cold war requires a rough balance of power between the actors, where each side refrains from open warfare but at the same time dares to engage in a cold war because

both sides have the (nuclear) ability to destroy the other. Without mutual deterrence, the weaker side won't even dare to engage in a cold war, not to speak of an open war.

An end to mutually assured destruction

However, it can be argued that in this cold currency war there is no balance of power now that the Trump administration has taken office and appears to be much more willing to use the nuclear weapon: protectionism. With the U.S. running a large trade deficit and Europe, China and Japan having large bilateral surpluses with the U.S., the U.S. stands to lose much less (at least in its own perception) from a trade war, and the public pronouncements by Trump and Navarro suggest that protectionist action is a very credible threat.

If so, the rational response by Europe, Japan, China and other exporters would be to not overdo the cold currency war and, at least temporarily, allow some appreciation of their currencies versus the dollar in order not to provoke the U.S. further (hat tip to my esteemed PIMCO colleague Chris Dialynas, who has been making this point for some time). And recent actions or non-actions by the Chinese, Japanese and European side suggest that this may indeed be happening now. Whether this is enough to prevent the administration in Washington from pushing the nuclear tariff button remains to be seen. Time and tweets will tell.

[Joachim Fels](#) is PIMCO's global economic advisor and a regular contributor to [the PIMCO Blog](#).

Lieber Herr Simon!

Herr Bachmann hat ja bereits wunderschön geantwortet.

Aber zur Sicherheit noch ein kleines Quiz. Angenommen, es gibt nur zwei Länder in der Welt, nennen wir sie Deutschland und Amerika, die produzieren beide Fernseher sowie Glasflaschen. Für dieses Beispiel ist Fernseher gleich Fernseher und Glasflasche gleich Glasflasche. Nehmen wir zunächst an, daß Fernseher und Glasflaschen in beiden Ländern gleich gut hergestellt werden, und daß weder exportiert noch importiert wird. Andere Güter und andere Länder gibt es nicht.

Nun kommt Herr Simon und berät die Unternehmen in Deutschland so hervorragend, daß sie nunmehr allesamt doppelt so produktiv sind, und mit dem gleichen Einsatz an Ressourcen zwei statt eine Glasflasche bzw. zwei statt einen Fernseher herstellen. Die deutschen Unternehmen sind jetzt richtig stark!!

Frage: was passiert mit der Handelsbilanz der Länder?

MfG,

Harald Uhlig

Lieber Herr Uhlig,

Inwieweit ist denn die Annahme homogener Gütern in Ihrem Beispiel mit Deutschland und den USA realistisch? Ist es nicht realistischer anzunehmen, dass Deutschland mit seinen vielen Hidden Champions Güter produziert, für die es auf den Weltmärkten keine direkten Substitute gibt? Man denke hier nur an Spezialanfertigung im Maschinen- und Anlagenbau. Es lassen sich bestimmt auch viele Beispiele aus anderen Branchen finden, für die die Annahme homogener Güter nicht gilt. Aus diesem Grund finde ich Herrn Simons Argumentation überzeugender.

Mit besten Grüßen,

Markus Demary

Lieber Herr Demary:

ich dachte, ich fange lieber erst einmal mit einem einfachen Quiz an. Ich will lieber nicht spekulieren, ob Sie das schon zu schwer fanden.

MfG, Harald Uhlig

Lieber Herrmann Simon – Volkswirte sind ein vergleichsweise arroganter Club (bin ich deshalb Volkswirt geworden?). Nehmen Sie es Ihnen nicht allzu übel. Ihre Arbeit als Wissenschaftler und Berater hat – wie Sie aus früheren Gesprächen und meinen Zitaten Ihrer Arbeit wissen – meine große Bewunderung. Und Ihr Handelsblatt-Artikel von gestern ist in der Tat beeindruckend. Und er zeigt, wie schwer es sein wird, das weltwirtschaftliche Gleichgewicht wieder herzustellen. Denn Hidden Champions stampft man nicht aus dem Boden. Das ist ein Wachstumsprozess von Jahrzehnten. Und – da wird es jetzt wieder volkswirtschaftlich – Trumps Idol Ronald Reagan hat durch seine Makro-Politik mit extrem hohen Zinssätzen (wegen seines Deficit Spending) und einem daher total überbewerteten US-Dollar in der Mitte der achtziger Jahre den amerikanischen Maschinenbau (im heutigen Trump Country des mittleren Westens) kaputt gemacht – zugunsten der deutschen, japanischen und Schweizer und später chinesischen Konkurrenz. Auch bei einem dann wieder viel schwächeren Dollar ist der amerikanische Maschinenbau nicht mehr auf die Beine gekommen. Das war sozusagen ein Jahrhundertverlust. (Natürlich muss man andererseits Reagan dafür danken, dass er der Sowjet-Union mittels seiner Rüstungspolitik gezeigt hat, dass sie ein Wettüben mit Sicherheit verlieren muss. Daraufhin gab es das Abrüstungsabkommen von Reykjavik – und schließlich die Auflösung der Sowjet-Union. Nur hätte man diese Rüstung nicht à la Laffer mit Schulden finanzieren sollen; bei den damaligen Zinssätzen).

Ich denke, Ihre Zahlen zu den Hidden Champions legen nahe, dass eine richtige Antwort auf Trump nur darin bestehen kann, durch eine entschiedene deutsche Wachstumsstrategie Europa wieder flott zu machen: Infrastruktur-Investitionen, Beendigung des desolaten Zustands der deutschen Schulen, der Polizei, der Rüstung in der Bundeswehr, finanziert durch Deficit Spending (solange die Zinsen niedrig sind). Bis man diese Zukunftsinvestitionen auf den Weg gebracht hat (was Jahre benötigt) Mehrwertsteuersenkung, sodass das Mehr an Importen, dem Sie ja zustimmen, rasch erfolgen kann. Ermutigung von Zuwanderung von qualifizierten oder qualifizierbaren Arbeitskräften. Deutschland sollte sich vornehmen, dass die Bevölkerung in Deutschland nicht unter 1 % der Weltbevölkerung sinkt. Es ist schließlich, wie Ihre eindrucksvollen Hidden Champions Zahlen belegen, einer der besten Produktionsstandorte der Welt. Und ein Steuersystem so wie wir es haben; keine Steuererhöhungen, die die Hidden Champions veranlassen, abzuwandern. Die Mehrwertsteuer, deren Sätze technisch

leicht veränderbar sind, als „Thermostat“ benutzen, mit dessen Hilfe übermäßige Exportüberschüsse vermieden werden. Also eine Leistungsbilanzbremse (vorbehaltlich des Fortdauerns niedriger Zinsen). Die kann man den USA auch anbieten, wenn sie ihrerseits auf verrückte Formen des Protektionismus verzichten, sprich den WTO-Regeln weiter folgen. Auch für die Stabilisierung des Euro sollte man an eine Leistungsbilanzbremse denken, wie ich in einem früher schon herumgeschickten Artikel ausführlich darlege.

Grüße von Bonn nach Bonn

CCvW

Lieber Herr von Weizsäcker:

Sie schrieben "Volkswirte sind ein vergleichsweise arroganter Club" --- hatten Sie da irgendwen konkret im Sinn, oder einen konkreten Anlass für diese Zeilen? Es wäre entweder ehrlich, Roß und Reiter zu nennen ... oder doch lieber bei den Sachargumenten zu bleiben. Sehen Sie das anders?

Das Sachargument bleibt, daß "Hidden Champions" zunächst wenig mit dem diskutierten Thema des Export-Überschusses zu tun haben. Wenn das Argument gewesen wäre, daß Deutschland einen komparativen Vorteil im Bereich des Mittelstands und Frankreich einen komparativen Vorteil im Bereich der Fortune-500 Unternehmen hat, dann hat man einen Ausgangspunkt für eine Diskussion. Wenn das Argument gewesen wäre, daß Deutschland einen komparativen Vorteil im Maschinenbau und die USA einen komparativen Vorteil in der IT Technologie, hat man auch einen. Der absolute Vorteil der Hidden Champions in Deutschland gegenüber den absoluten Vorteil der Hidden Champions in Frankreich dagegen oder der absolute Nachteil der amerikanischen Wirtschaft als Ganzes aufgrund Reagans Wirtschaftspolitik (angenommen, dem war so) ist für das diskutierte Thema dagegen irrelevant (hier gehört eine längere Fußnote mit Qualifikationen angehängt, aber ich will nicht ein ganzes Papier schreiben).

Ich frage mich, warum Sie das nicht klar gesagt haben. Gibt es dafür einen Grund? Wird jetzt ein ganz neues Thema diskutiert?

Jedenfalls finde ich ausgesprochen tragisch, wenn ein klarer, aber sachlich vorgetragener Einwand zu einem vorgetragenen Argument mit dem Hinweis auf "Volkswirte ... [als] ein vergleichsweise arroganter Club" weggewischt werden sollte. Das gleiche gilt, wenn nämlicher Autor eine Antwort zurückschickt, die auf ein Unverständnis der Materie schließen lassen kann, was dann ein Kollege versucht, noch klarer und prägnanter zurückzuweisen.

Sicherlich war ihr Hinweis nicht so gemeint ... aber eine Erklärung zu diesem Hinweis sind Sie mir und Herrn Bachmann nun doch schuldig, oder?

MfG

Harald Uhlig

Kollegen:

zu homogenen vs. heterogenen Gütern darf ich ein kleines Erlebnis berichten.

Vor einigen Jahren saß ich mit Frau Dr. Leibinger und ihrem Gatten Herrn Kammüller beim Mittagessen. Frau Leibinger ist CEO von Trumpf, dem Weltmarktführer für Lasermaschinen. Jemand stellte dann die Frage: "Was ist eigentlich der Unterschied zwischen einem typisch japanischen und einem typisch deutschen Exporteur?" Als typischen Japaner wählten wir Toyota, als typisch

deutschen Exporteur Trumpf. Dann diskutierten wir die Frage "Was wäre, wenn es die Produkte dieser Unternehmen auf einen Schlag nicht mehr gäbe?" Das Verschwinden der Toyotas würde keine großen Probleme bereiten. Die Kunden würden Nissan oder Opel oder VW kaufen. Die Kapazität der Autoindustrie reichte locker aus, die Lücke zu schließen. Gäbe es hingegen plötzlich keine Trumpf-Maschinen mehr, dann käme ein erheblicher Teil der globalen Produktion zum Stillstand. Und die Lücke ließe sich auf Jahre nicht schließen. Viele deutsche Produkte sind in diesem Sinne "indispensable". Vor einigen Jahren brannte in Marl eine Fabrik von Evonik ab, die etwa zwei Drittel des globalen Bedarfs einer Spezialchemikalie herstellte. Die Abnehmer kamen in größte Schwierigkeiten, bis die Produktion in Marl wieder anlief.

Ich bin Marketing- und Preisberater. Das Ziel von Marketing ist es, Monopole zu schaffen. Zumindest kleine Monopole. Und keiner hat das besser hinbekommen als die Hidden Champions, von denen nicht wenige Weltmarktanteile jenseits von 50% haben. Im Schnitt liegt der Weltmarktanteil der Hidden Champions bei ca. 30%, ihr relativer Marktanteil (=eigener Marktanteil/Marktanteil des stärksten Konkurrenten) bei über 2.

Die Annahme homogener Produkte ist jedenfalls von der Realität dieser Unternehmen meilenweit entfernt.

Mit besten Grüßen

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Hermann Simon

Herr Uhlig,

obwohl praktizierender Betriebswirt weiß ich, was komparative Kosten sind. Und die Annahme, dass die komparativen Kosten in beiden Ländern für beide Produkte gleich sind, kann nur im Elfenbeinturm erdacht werden.

Ich meine das übrigens nicht so zynisch, wie er hier klingt. Aber wenn ich mich recht erinnere, haben Sie in der Diskussion ja auch gelegentlich kräftig ausgeteilt. Mir sagte mal meine Deutschlehrerin, ich sei gut im Austeilen, aber schwach im Einstecken. Das habe ich dann im Alter von 16 Jahren geändert.

Aber im Ernst: mit solchen Annahmen trägt man doch (fast) nichts zur Erklärung der Realität bei.

Auch in diesem Falle würde ich meinen – in Linie mit CCvW, dass man die Importe nach Deutschland erhöhen sollte. Das wäre mir jedenfalls lieber als die Exporte zu kürzen. Und auch die Amerikaner wären besser dran, wenn sie die Exporte erhöhten, statt die Importe zu kürzen.

Aber ich wiederhole mich. Pardon.

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Hermann Simon

Honorary Chairman

Herr Uhlig,

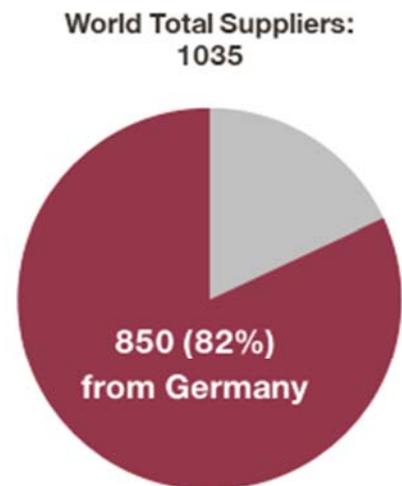
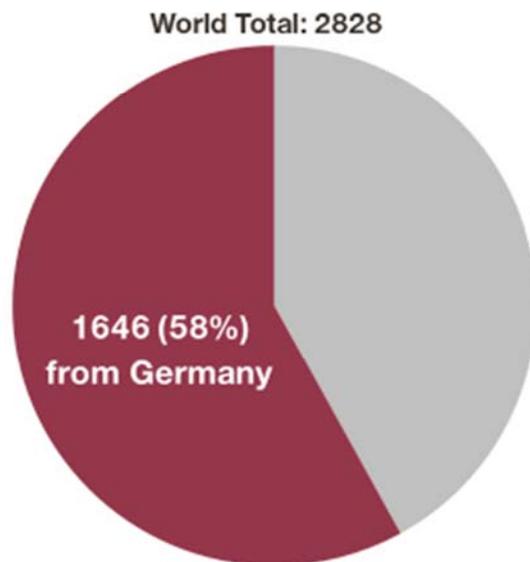
da Sie den Vorteil der amerikanischen IT-Industrie ansprechen, dazu eine kleine Ergänzung. Es ist natürlich völlig unstrittig, dass die Amerikaner den Business-to-Consumer (B2C)-Markt in der Tasche haben. Bei Business-to-Business (B2B) sieht das schon anders aus. Ich bringe hierzu nur ein illustratives Beispiel: Patente für autonomes Fahren. Aber Sie haben Recht. Die Diskussion ist jetzt

auf eine andere Spur geraten. Ich klinke mich wieder aus und beobachte den Fortgang weiterhin mit Interesse – und manchmal Erstaunen.

Innovation in Autonomous Driving

SIMON • KUCHER & PARTNERS
Strategy & Marketing Consultants

Patents registered worldwide since 2010



Source: Handelsblatt, November 9, 2016, p. 29
©HD1X022

15

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Hermann Simon

Honorary Chairman

Lieber Herr Simon.

Werden Sie jetzt persönlich, oder lese ich Ihre e-mail falsch? Welchen "Elfenbeinturm" meinen Sie z.B., warum der Hinweis darauf? Sicherlich lese ich Ihre e-mail falsch. Können Sie das noch einmal erklären?

Mein kleines und einfaches Quiz diene übrigens nicht dazu, die "Realität" zu erklären, sondern den Fehler in Ihrem Gedankengang. Ich meine das nicht zynisch, sondern komplett sachlich, als konstruktiven Beitrag zur Debatte. Möchten Sie, daß ich Ihnen den Fehler noch klarer erkläre, oder sind Sie inzwischen überzeugt? Oder möchten Sie ein schwieriges Quiz, vielleicht mit mehr "Realitätsbezug"?

Es steht doch außer Frage, daß ein sachlicher Hinweis auf einen Fehler rein gar nichts mit dem persönlichen Respekt Ihnen gegenüber zu tun hat, den ich genauso teile wie auch Herr von Weizsäcker. Oder möchten Sie nicht, das man Sie auf Fehler hinweist? Sollte das der Fall sein, so bitte ich meine Antworten freundlichst zu ignorieren.

Hochachtungsvoll und mit freundlichen Grüßen,

Harald Uhlig

Lieber Harald Uhlig – was uns Herrmann Simons Zahlen auch veranschaulichen, ist die Richtigkeit der keynesschen Interpretation von Leistungsbilanzüberschüssen gegenüber der konkurrierenden böhm-bawerkschen. Letzterer hatte ja schon vor über einem Jahrhundert geschrieben, dass Exportüberschüsse oder –Defizite Folge der Kapitalexportüberschüsse sind und nicht umgekehrt. In der Keynesianischen Welt der Unterbeschäftigung ist es tendenziell umgekehrt. Böhm-Bawerk hat recht bei Vollauslastung der Ressourcen. Schaut man sich die europäische Welt an, so fließt das Kapital ja eher von Italien nach Deutschland als umgekehrt. Nach Böhm-Bawerkscher Lesart müsste somit Italien und nicht Deutschland die Exportüberschüsse aufweisen. Jedoch ist das Umgekehrte der Fall. Ich denke, die Daten, die Simon uns mitteilt, erklären uns viel besser, weshalb Deutschland hohe Beschäftigung hat und Italien große Probleme. Sie sind Kolorit für die Tatsache, die wir natürlich auch von anderswo kennen, dass wir uns nämlich nicht im Zustand allgemeiner Vollbeschäftigung befinden.

Bitte verzeihen Sie, wenn ich Ihr relativ kurzes Abschmettern der Darstellung von Simon als Gedankenfehler mit dem Adjektiv „arrogant“ belegt habe. Als Volkswirte – speziell als solche, die Chicago gut kennen – sind wir das gewohnt und wissen das richtig zu nehmen. Ich wollte nur vermeiden, dass sich Simon hier verletzt fühlt, da ich seine Beiträge sehr schätze. Ich lerne eigentlich immer etwas hinzu, wenn ich etwas von ihm lese. Zudem glaube ich - siehe oben -, dass es sich hier nicht um einen Gedankenfehler handelt. Der gesunde Menschenverstand sagt einem: es ist doch eigentlich klar, dass ein Land mit zig mal mehr Hidden Champions (die auf dem Weltmarkt hohe Marktanteile in ihrem jeweiligen Produktbereich haben) sehr viel höhere Exportüberschüsse aufweist, als ein Land mit sehr wenigen. Dann kommt der Volkswirt und sagt: so einfach ist das nicht, denn, wer reicher ist, importiert auch entsprechend mehr. Und dann stellt sich heraus, dass man das alles in einem Allgemeinen Gleichgewicht auch anders sehen kann. Nur, dieses orthodoxe Allgemeine Gleichgewicht entspricht vielleicht nicht der Wirklichkeit. Und wenn wir in der Keynes-schen Welt der Unterbeschäftigung sind (die kein Allgemeines Gleichgewicht ist) hat dann der gesunde Menschenverstand vielleicht doch recht. Ihnen sage ich damit natürlich nichts Neues. Aber Ihr relativ kurzer Schluss, dass es sich hier um einen Denkfehler handelt, wo es sich auch um ein Denken handeln könnte, das korrekt ist, aber mit einbezieht, dass es auch etwas anderes geben könnte als das Allgemeine Gleichgewicht, ist für mich nicht der zuvorkommendste Modus des Umgangs mit Vertretern einer Nachbardisziplin. Aber ich nehme natürlich gern den Ausdruck „arrogant“ zurück und entschuldige mich dafür. Mir ist Ihre Teilnahme an der Diskussion viel zu wichtig, als dass ich die Absicht haben könnte, Sie vor den Kopf zu stoßen.

Beste Grüße

Ihr

Carl Christian von Weizsäcker

Herr von Weizsaecker –

Sind Sie denn auch der Meinung, dass nichts ausser Produktqualitaet die deutschen Exporte beeinflusst? Ich hatte ja Herrn Simon nach Wechselkursen, Loehnen, Steuern, etc. gefragt. Er verneinte das, und meinte, dass letztlich Produktqualitaet der einzige relevante Bestimmungsfaktor

sei. Ich dachte, gerade Sie sehen die makroökonomischen relativen Preise als besonders wichtig fuer die Exportdetermination. Aber vielleicht habe ich da ja etwas missverstanden.

Ich habe mir jedenfalls mal die Freiheit erlaubt, mir ein paar Daten anzuschauen (beigefuegt). Darauf abgetragen sind die Jahr-ueber-Jahr Wachstumsraten realer deutscher Exporte. Erster Fakt: die sind sehr volatil. Herr Simon muss also wohl behaupten, dass es massive Produktqualitaetsschwankungen in der deutsche Wirtschaft gibt ueber die Zeit, wenn Produktqualitaet die einzig substantielle Determinante der Exporte ist (klar, man muesste hier vielleicht eher die Exports of Goods nehmen und Services herauslassen, aber ich bezweifle, dass das einen Unterschied machen wuerde).

Dann habe ich dieselben Jahr-ueber-Jahr Wachstumsraten des effektiven realen Wechselkursen gegenueber dem Rest der Welt abgetragen. Die Legende bei Fred sagt mir, dass ein positive Entwicklung des Indexes eine Aufwertung bedeutet. Ich bin zugebenermassen kein Experte fuer internationale Oekonomik, ja ich habe eine regelrechte Phobie vor dem Wust von internen und externen Variablen, so dass ich mich gerade hier im Datenbereich auf nahezu Laienterritorium begeben (und man mich bitte korrigiere, wenn ich falsch liegen sollte), aber: meine eyeball Oekonometrie sagt mir, dass die Wachstumsraten von realen Exporten und des realen Wechselkurses negativ korreliert sind, also deutsche Exporte dann besonders stark wachsen, wenn der reale WK es nicht tut, oder sogar faellt. Klar, so eine Korrelation – mit dem Caveat, dass ich in 5 Minuten das alles richtig zusammengeschustert habe auf Fred – kann natuerlich auch spurious sein.

Herzliche Gruesse

R. Bachmann

Lieber Bachmann,

1. Danke für das Zitat. Stelle ich ein. Erscheint aber über buffer.com erst in einigen Tagen.
2. So absolut habe ich das mit der Qualität nicht gemeint, mich aber vielleicht etwas zu provokativ ausgedrückt.
3. Wenn ich mir die Graphik anschau, scheint mir die Korrelation nicht sehr hoch. Aber da kann ich mich täuschen.
4. Das alles ist in der Tat sehr komplex. Natürlich wird auch das Aggregat Export der Heterogenität nicht gerecht. Nicht alle deutschen Exporte stammen von Hidden Champions. Viele sind durchaus einem harten internationalen Preiswettbewerb ausgesetzt.

Gruß, und gute Nacht für heute

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Hermann Simon

Honorary Chairman

Lieber Herr von Weizsäcker!

Vielen Dank für Ihre Erklärungen! Ich nehme also gerne an, daß sie die möglicherweise persönlich verletzende (und nicht intendierte) Wirkung auf Herrn Simon abzufedern suchten,

die sich auf meinem Hinweis auf seine Denkfehler ergaben. Es stimmt wohl: manche Menschen können es nicht vertragen, wenn man sie auf Fehler aufmerksam macht, und dann ist es wohl besser, man packt sie in Watte und belässt sie in ihrer falschen Welt. Ob Herr Simon dazu gehört oder nicht, weiß ich nicht und konnte ich nicht wissen. Ganz sicher wollte ich Herrn Simon nicht verletzen: es ging und geht ja immer um das Argument in der Sache.

Was nun das Thema des Handelsüberschusses anbelangt: es ist doch wichtig, daß wir die Dinge mit der genügenden Klarheit analysieren.

Sie schreiben " Der gesunde Menschenverstand sagt einem: es ist doch eigentlich klar, dass ein Land mit zig mal mehr Hidden Champions (die auf dem Weltmarkt hohe Marktanteile in ihrem jeweiligen Produktbereich haben) sehr viel höhere Exportüberschüsse aufweist, als ein Land mit sehr wenigen. " Nehmen wir zwei Länder, A und B. A ist ein Land mit vielen Hidden Champions und hohem Weltmarktanteil (also hohem Anteil an Verkäufen in Land B). B ist ein Land ohne irgendwelche "Hidden Champions". Es wird hier also kräftig gehandelt. Der Handelsüberschuß beider Länder in diesem statischen Modell ist aber Null, und hat nichts mit der Zahl der "Hidden Champions" zu tun.

Dabei, ich gebe es zu (und vielleicht sollte das unser Thema hier sein?) habe ich die implizite Annahme gemacht, daß die Eigentümer der "Hidden Champions" in A im Land A leben: genauer gesagt, ich habe eine ausgeglichene Kapitalbilanz angenommen. Vielleicht haben aber vorher ein paar reiche Leute im Land B all die "Hidden Champions" im Land A finanziert, vielleicht ist das die Ausgangslage? Nun hat das Land B eine Forderung an Land A, die jetzt durch den Handelsüberschuß von A ausgeglichen wird. Geht auch umgekehrt, natürlich. Auch hier hat also die Zahl der "Hidden Champions" in einem Land nichts mit dem Exportüberschuß zu tun: die Struktur der Forderungen dagegen schon.

Wenn Sie oder Herr Simon also argumentiert hätte, daß die vielen deutschen "Hidden Champions" alle den Amerikanern gehören, und das wir denen daher per Exportüberschuß unsere Schulden abstottern müssen, hätten wir eine Ausgangsbasis für ein Argument. Ich hatte nicht den Eindruck, daß es in diese Richtung ging (und hielte dieses Argument auch nicht für plausibel).

Oder wir nehmen ein paar zukünftige Perioden dazu. Land A hat heute ganz viele und fantastische Hidden Champions, die tolle Sachen produzieren, aber "morgen" ("in der nächsten Periode", "in der Zukunft", "in ein paar Jahren" ...) ist das alles vorbei, keine "Hidden Champions" in Land A, und stattdessen jede Menge produktive Unternehmen in Land B. Dann exportiert A heute nach B, und B zahlt es "morgen" zurück an A. Hier ist es nun tatsächlich so, daß ein TEMPORÄRES HOCH an "Hidden Champions", das aber nicht von Dauer ist, zu einem Exportüberschuß führt.

Wenn Sie oder Herr Simon also argumentiert hätte, daß wir uns gegenwärtig über die vielen Hidden Champions in Deutschland freuen sollten, denn lange währt das nicht, und demnächst sind andere Länder an der Reihe, und deswegen haben wir einen Exportüberschuß, dann hätten wir auch wieder eine Basis für eine Diskussion. Dieses Argument ist vielleicht etwas solider, aber irgendwie doch recht traurig, oder?

Nach meiner Erfahrung funktioniert der "gesunde Menschenverstand" zur Beantwortung volkswirtschaftlicher Fragen höchst schlecht: was den Außenhandel anbetrifft, noch viel schlechter. Ihr Hinweis darauf ist ja da schon beinahe eine rote Warnlampe, daß nun ein Fehlschluß folgt (den ich nicht Ihnen vorwerfe, sondern dem "gesunden Menschenverstand").

Ich belasse es einmal dabei, auch wenn einige andere Anmerkungen auch genaueres Hinschauen verdient hätten.

Hochachtungsvoll und MfG,

Harald Uhlig

8.2.17.

Die Korrelation ist -0.22 . Sie steigt auf fast -0.4 , wenn man die etwas merkwürdigen 1970er Jahre weglässt. Das ist gar nicht so schlecht in makroökonomischen Zeitreihen zwischen Quantitäten und Preisen. Ich sage ja nicht, dass die Korrelation -1 sein soll. So eine starke Behauptung haben ja eher Sie gemacht (wenn Sie die jetzt auch wieder zurückgenommen haben / zurücknehmen mussten?).

Dass Sie jetzt wieder auf die Heterogenität der Exporte rekurren, kann ich Ihnen aber auch nicht durchgehen lassen: als Makroökonom (und auch als Wirtschaftspolitiker – oder machen wir jetzt französische Industriepolitik) interessiert mich das nicht, oder eher nur insofern als die Hidden Champions / Heterogenität eben das Aggregat auch entscheidend mitbestimmen (bevor Sie mich jetzt als repräsentativen Agenten Fanatiker abtun – ich habe meine akademische Karriere mit Heterogenität in der Makro gemacht).

Zum Schluss, meine Frage bleibt unbeantwortet: halten Sie wirklich die Variable Produktqualität für so hochfrequent volatil, dass sie diese massiven Exportschwankungen erklären könnte?

Sehr geehrte Herren,

da Herr Simon bei seinen Ausführungen (und im Handelsblatt-Artikel) dezidiert Marc Melitz angesprochen hat, fühle ich mich als Außenhandelsökonom, der dessen Modell einigermaßen zu kennen glaubt, zu einer kurzen Klarstellung berufen. Hierdurch hoffe ich auch einen dialektischen Beitrag zur Synthese von Simon und Uhlig zu liefern.

Im Melitz-Modell ist es tatsächlich so, dass die Firmen innerhalb eines Landes heterogen sind und nur die Produktiven unter ihnen (nennen wir sie meinetwegen „hidden champions“) exportieren überhaupt. Die allerbesten „hidden champions“ exportieren sogar am meisten, während die weniger produktiven Firmen nur für den heimischen Markt produzieren. So weit so gut – das Melitz-Modell rückt also die einzelne Firma ins Zentrum des Interesses (obwohl dies schon lange vorher der Fall war, z.B. bei Krugman) und gibt uns ein Muster firmenspezifischer Exportaktivitäten, das sich mit den empirischen Fakten deckt, die seit den späten 1990er Jahren bekannt sind.

Komplizierter wird es nun, wenn wir mehrere Länder miteinander vergleichen. Im originalen Melitz-Modell werden „symmetrische“ Länder angenommen. Hier haben die Länder A und B jeweils gleich viele exportierende „hidden champions“ und alles (u.a. die Handelsbilanz) ist perfekt ausgeglichen.

Spannender wird es, wenn wir asymmetrische Länder unterstellen. Das ist technisch nicht mehr so einfach, aber machbar (siehe z.B. mein 2014er Paper im IER). Nehmen wir also an, dass Land A eine bessere Produktivitätsverteilung der Firmen hat als Land B, alle anderen exogenen Faktoren gleich. Was passiert dann? Dann hat Land A im Erwartungswert bessere „hidden champions“, höhere Löhne, höhere Produktivität und auch höhere Konsumentenwohlfahrt als Land B. Aber die Handelsbilanz ist trotzdem ausgeglichen, dafür sorgen insbesondere die niedrigen Löhne in Land B als wichtiger Kanal. Ein ähnliches Ergebnis ergibt sich, wenn man einen zweiten Sektor mit homogenen Standardgütern einführt. Dann ist Land A zwar Netto-Exporteur bei den „tollen“ Produkten, die von den „hidden champions“ produziert werden. Aber es ist Netto-Importeur der Standardprodukte und die aggregierte Handelsbilanz ist und bleibt ausgeglichen.

Quintessenz: Sollten wir uns gemäß des Melitz-Modell über die vielen „hidden champions“ und Weltmarktführer freuen, die es in Deutschland gibt? Ganz klares JA! Je mehr tolle, produktive, exportierende Firmen wir haben, desto besser für unsere Reallöhne und unsere Wohlfahrt.

Aber hat das irgendwas mit einem Handelsbilanzüberschuss zu tun? Ganz klares NEIN! Die tollen Exporterfolge der „hidden champions“ aus Land A werden im (statischen) Melitz-Modell eins-zu-eins gespiegelt durch hohe Importe des Landes A. Die Intuition von Harald Uhlig trifft also auch für dieses konkrete Modell zu. Dadurch soll nicht die Wichtigkeit dieser Unternehmen für die deutsche Volkswirtschaft kleingeredet werden, siehe letzter Absatz, aber die Handelsbilanz ist eben der falsche Ort, um nach diesen Erfolgen zu suchen.

Abschließende Bemerkung: Die Realität in Deutschland sieht, was die Handelsbilanz angeht, bekanntlich anders aus. Aber niemand will doch den deutschen Überschuss dadurch bekämpfen, dass erfolgreiche „hidden champions“ daran gehindert werden, weiterhin auf dem Weltmarkt erfolgreich zu sein. Worum es geht ist eine Stärkung des inländischen Konsums bzw. der Investitionen, z.B. durch höhere Löhne oder geringere Umsatzsteuern, damit wir gesamtwirtschaftlich wieder mehr importieren. Hier ist dann auch die Brücke zur Keynes'schen Unterbeschäftigungssituation, die Herr von Weizsäcker angesprochen hat, und die in der gegenwärtigen Lage der EU vermutlich mehr Aufmerksamkeit verdient als das Melitz-Modell.

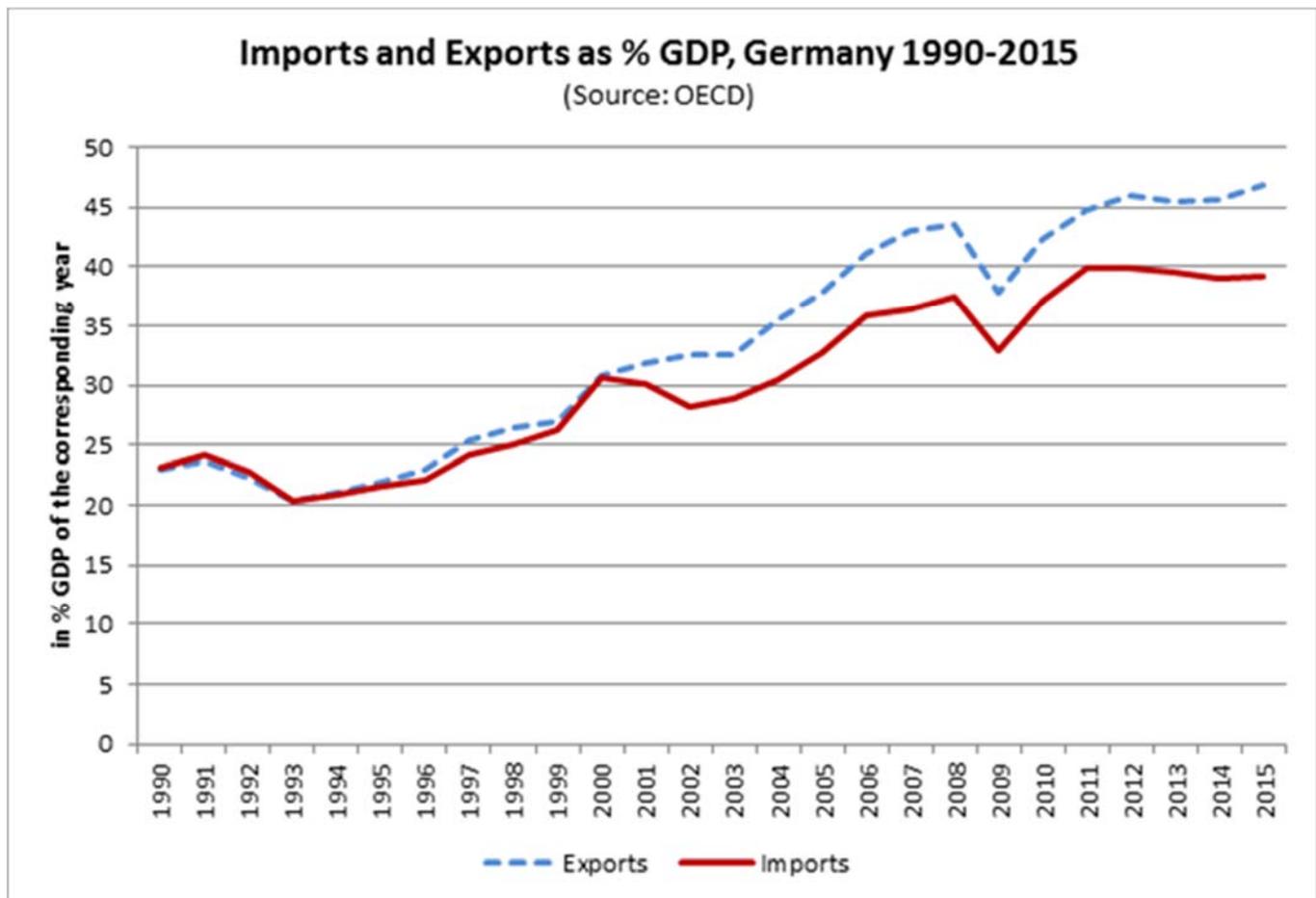
Beste Grüße,

Jens Südekum

Lieber Herr Südekum,

das leuchtet ein.

Aber woher kommen nun die deutschen Überschüsse? Und was haben sie mit der Währungsunion zu tun?



Beste Grüße

FW Scharpf

Lieber Herr Scharpf,

wie wäre es mit folgenden Punkten:

- 1.) Die Schröder Regierung hat eine fiskalische Abwertung durchgeführt, als sie die MWSt erhöhte und damit die Sozialabgaben senkte. Bei relativ starren Löhnen und völlig starren Wechselkursen kann dies leicht in einer Währungsunion zu steigenden Exportüberschüssen führen, oder?
- 2.) (auch @ Harald: braucht Dein Argument nicht flexible Preise?) In ebensolchem setting wie in 1.) führt eine Verbesserung der Produktivität eben doch zu Exportüberschüssen, gleiches gilt für Veränderungen in der Verhandlungsmacht von Arbeitern, oder? Wie das mit Änderungen der Nachfrageelastizität aussieht, ist mir nicht sofort schlüssig. Insofern ist das Argument von Herrn Simon vielleicht doch nicht ganz so falsch - jedenfalls kurzfristig - auch wenn die aggregierten Exportüberschüsse aus Wohlfahrtssicht vermutlich nicht wünschenswert sind.

Mit freundlichen Grüßen

Christian Bayer

Lieber Harald Uhlig – danke für die Mail. Natürlich können Sie mich unter die Ökonomen eingruppiieren, die der Ansicht sind, dass relative Preise makroökonomische Wirkung haben. Und inzwischen haben Sie ja auch Unterstützung von Südekum, was das Melitz-Modell betrifft. Aber auch das Melitz-Modell ist ein General Equilibrium-Modell ohne eine effective demand Beschränkung. Wenn es aber (im Weltmaßstab) eine Situation der Unterbeschäftigung gibt, dann scheint mir doch auch in einem entsprechenden Modell herauszukommen, dass die Unterbeschäftigung sich vor allem dort zeigt, wo es wenige oder gar keine Hidden Champions gibt, während in dem Land, in dem es viele Hidden Champions gibt, nur wenig Unterbeschäftigung zu finden ist. - Natürlich ist das nicht die ganze Story, denn auch unter Bedingungen der Unterbeschäftigung spielen die relativen Preise eine Rolle. Da diese, insbesondere die Löhne, träge sind, mögen sie sich jedoch nicht so schnell angepasst haben. Und natürlich spielen auch bei Unterbeschäftigung die Kapitalströme eine Rolle. – Dennoch, wenn man Unterbeschäftigung im Modell zulässt, wäre man doch sehr erstaunt, wenn herauskäme, dass Land A mit all seinen Hidden Champions ein Leistungsbilanz-Defizit gegenüber Land B aufweist, in dem es keine Hidden Champions gibt. Jedenfalls dann, wenn man in das Modell die Annahme hineinsteckt, dass das Hidden Champions Phänomen quantitativ bedeutsam ist. Im Extremfall – man denke an das Griechenland direkt nach Einführung des Euro – wenn alle Exporte solche von Hidden Champions sind und wenn Land B, das damit keine Exporte hat, seine Importe zu 100 % kreditfinanziert, dann ist per definitionem Land A mit seinen Hidden Champions das Land mit den Exportüberschüssen.

Kurzum, wie Schnabl vor kurzem geschrieben hat (war es in der FAZ?), diese sehr hohen Exportüberschüsse Deutschlands sind nicht gut für Deutschland, da es mit den damit ins Ausland abfließenden Mitteln in Deutschland investiv sehr viel mehr anfangen könnte. Dazu kommt, ob more geometrico zu Recht oder zu Unrecht, die politisch wirkmächtige Anfeindung des versteckten Protektionismus à la Peter Navarro.

Beste Grüße

Ihr

Carl Christian von Weizsäcker

Liebe Kollegen,

diese Mail geht nicht an alle, sondern nur an Sie. Ich bin erstaunt, dass ich überhaupt – als Außenseiter – eine Diskussion ausgelöst habe.

Herr von Weizsäcker: danke für Ihren psychischen Beistand. Aber machen Sie sich bitte keine Sorgen, dass ich gekränkt wäre oder ähnliches. Das ist überhaupt nicht der Fall. Als Berater bin ich ganz andere Gangarten gewohnt. Herr Südekum: Danke für die Ergänzungen zu Marc Melitz.

Nun zu der untigen Mail von Prof. Bachmann: Mein subjektiver Eindruck niedriger Korrelation hat also nicht getäuscht (gemäß dem Motto des Statistikers Tukey: First, look at your data). Bei derartigen Korrelationskoeffizienten trägt der Wechselkurs so gut wie nichts zur Erklärung der

Exporte bei (Varianz 0,048 bei 0,22 bzw. 0,16 bei 0,40), so dass meine nassforsche Behauptung, die deutschen Exporte hätten nichts mit den Wechselkursen zu tun, zumindest nicht ganz daneben liegt.

Aber, Herr Bachmann, Sie haben natürlich auch mit der These recht, dass die Qualität der deutschen Produkte nicht volatil ist, die Volatilität die Schwankungen also nicht erklärt. Ich kenne mich nicht gut mit makroökonomischen Untersuchungen aus, die die deutschen Exporte und ihre Schwankungen erklären. Vielleicht gibt es solche. Für Hinweise wäre ich dankbar.

Aber ich habe eine sehr einfache Hypothese, die ich – jetzt wieder auf der betrieblichen Ebene – vielfach erfahren habe. Es liegt an der Konjunktur in den Zielländern. Jedes Mal, wenn die Wirtschaft irgendwo schlecht oder gut läuft, zeigt sich das massiv in den Exporten der Unternehmen. Dass die Schwankungen insgesamt nicht größer sind, liegt daran, dass die Konjunkturen etwa in China oder USA selten parallel laufen. Ich habe in dieser Hinsicht extreme Fälle erlebt (z.B. in den 90er Jahren massive Investitionen in USA in Autofabriken, danach totaler Zusammenbruch dort, der aber durch den Aufstieg Chinas aufgefangen werden konnte). Das gilt natürlich nur für Firmen, die wirklich global vertreten sind. Das sind die meisten Hidden Champions, aber nicht alle. Die Firma Schmitz Cargobull, europäischer Marktführer für Sattelaufleger, war 2008 nur in Europa präsent und hat in der Folge einen Umsatzeinbruch von 70% erlebt. Schmitz hat daraus gelernt und mittlerweile eine Fertigung in China aufgebaut. Der Umsatz von Trumpf fiel hingegen nur um gut 30%, weil die Einbrüche in Europa und USA durch das Geschäft in China kompensiert werden konnten. Die Wirkungen der Konjunktur einzelner Länder oder auch Branchen auf die Exporte einzelner Unternehmen ist oft gigantisch – obwohl sich an der Produktqualität, am Service, an der Marktpräsenz nichts geändert hat. Das hat auch mit einer weiteren Eigenschaft (neben der gestern angesprochenen "Indispensability") deutscher Produkte zu tun. Sehr viele unserer Produkte sind nämlich "postponables", sprich man muss sie – anders als Pharmazeutika oder Lebensmittel – nicht heute kaufen. Die Anschaffung einer neuen Maschine, den Bau einer Eisenbahnlinie und ähnliches kann man aufschieben. Und wenn es gerade schlecht läuft, kauft man halt ein Jahr später. Das ist ein ganz wichtiger Erklärungsfaktor der von Herrn Bachmann angesprochenen Volatilität.

Mit besten Grüßen

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Hermann Simon

Honorary Chairman

Lieber Herr von Weizsäcker,

wir sind uns einig, dass Vollbeschäftigung sowohl mit Außenhandelsdefiziten und -überschüssen einhergehen kann (theoretisch und empirisch gut gestützt). Die auftretenden Salden im grenzüberschreitenden Gütertausch sind das Ergebnis intertemporaler Dispositionen und die Erklärung liegt in den Bestimmungsgründen des Kapitalverkehrs (Sparneigung und Renditeerwartungen unter Risikoabwägung). Gegenwartsbezogene güterwirtschaftliche Erklärungen (komparative Kostenvorteile) erklären keine Salden im Außenhandel, sondern nur die Struktur von Ex- und Importen. Die Kapitalströme, durch die Kaufkraft temporär zwischen Wirtschaftsräumen

verlagert wird, müssen gedanklich den Güterströmen vorausgehen, weil intertemporale Nachfrageentscheidungen (heute oder morgen kaufen) den interlokalen Nachfrageentscheidungen (im Inland oder im Ausland kaufen) vorgelagert sind und weil zugleich Kaufkraft (erwirtschaftete oder geliehene) die Voraussetzung für Güternachfrage ist – das meinte Böhm-Bawerk mit seiner berühmten Formulierung (in heutiger Diktion: „Die Kapitalbilanz befiehlt, die Leistungsbilanz gehorcht“).

Was ändert sich daran durch Unterbeschäftigung in einem Land? Eine nachhaltige gesamtwirtschaftliche Schwächephase würde erst recht Nettokapitalexporte aus dem betroffenen Land bewirken, weil dort die Renditeaussichten schwinden (wenn nicht der Staat die Nettoersparnis absorbiert). Wenn in Ihrem Beispiel in A-Land die hochproduktiven Unternehmen sitzen und in B-Land nur unterdurchschnittlich produktiv gewirtschaftet wird, warum sollten die Anleger (bzw. ihre Intermediäre) das Kapital dann nach B-Land lenken, wo es offensichtlich weniger rentierlich arbeiten würde? Zudem wäre die Frage zu stellen, ob die Hidden-Champion-Dichte in A-Land reiner Zufall sind oder etwas mit den dortigen Standortbedingungen zu tun haben.

Auch bei vorübergehend trägen Preisen (die im Übrigen kaum über mehrere Jahre starr bleiben dürften, ohne dass man auf erhebliche Regulierungsdefizite schließen sollte) müssen Nettogüterimporte finanziert werden. In dem Maße wie unausgeglichene Außenhandelsalden als zu korrigierende Ungleichgewichte gelten sollen, wäre man auch hier auf die Ursachen verfehlter Kapitallenkung verwiesen, nicht auf „falsche“ Güterpreise (diese wären abermals Symptom, nicht Ursache, und würden allenfalls die Mengenreaktionen im Inland erklären). Die Geldpolitik in den großen Währungsräumen, die nicht ohne Wirkung auf die internationalen Kapitalmärkte bleiben kann, sehe ich hier als wichtigen Kandidat, verzerrte Risikoeinschätzungen kämen ebenso in Betracht.

@Herr Schlicht: An dieser Stelle noch einmal eine Präzisierung, was unter „sachfremden“ Eingriffen zu verstehen ist. Sachfremd ist, wenn in Deutschland Lohnerhöhungen mit Hinblick auf den Außenhandelsaldo gefordert werden. In einem funktionsfähigen ökonomischen System (als vermaschter Regelkreismechanismus) reagieren Löhne auf die Lage des Arbeitsmarktes, auf dem sie bezahlt werden und nicht auf die Arbeitslosigkeit in anderen Ländern. Demzufolge ist der immer wieder zu hörende Vorwurf des Lohndumpings gegenüber Deutschland verfehlt (zumal es dafür auch gar keine staatliche Instanz gäbe) – bei 5 Millionen Arbeitslosen mussten die Löhne (völlig unabhängig vom Außenhandel) reagieren und zwar nach unten (problematisch war eher, dass man diese Anpassung jahrzehntelang aufgeschoben hatte). Sachfremd ist auch, einen Wirtschaftsraum, der mindestens normal ausgelastet ist, durch fiskalische Maßnahmen zu stimulieren, damit der Außenbeitrag sinkt (die relevanten Kriterien der Finanzpolitik sind andere). Diese Interventionen sind nicht sachgemäß, weil sie statt Ursachen nur Symptome adressieren und dabei immer wieder Verzerrungen an anderer Stelle aufreißen.

Herzliche Grüße

Stefan Kooths

Herr Kooths: vielen Dank! Harald Uhlig

16 Prozent Varianzerklärung sind, wie gesagt, bei Zeitreihen gar nicht so schlecht (zumal ich hier mit Wachstumsraten auf Quartalsdaten filtere, die sehr viel hochfrequentes Noise enthalten, ich aber zu

faul bin, das jetzt mit HP oder BK zu machen). Aber ich wollte erstens sowieso keine kausale Aussage machen, und zweitens werde ich mich nicht mit Ihnen ueber Zahlen bzw. ueber die Frage, was ist viel, streiten. Ihre nassforsche Behauptung war eben einfach nur das: nassforsch. Und das musste gesagt werden.

Wir sind uns inzwischen wahrscheinlich auch einig, dass Produktqualitaet moeglicherweise noch weniger als 16 Prozent erklart.

Und haben Sie entdeckt, was VWLer natuerlich schon lange wissen (Entschuldigung, jetzt bin ich arrogant): Exporte sind irgendwo auch immer Importe, und Importe, das wissen wir, werden hauptsaechlich durch das Einkommen (da koennen wir jetzt noch streiten, ob wir verfuegbares Einkommen oder eher das permanente meinen), also letztlich durch die Konjunktur, bei allen Importen aus Deutschland (gleich deutsche Exporte) also letztlich durch die Weltkonjunktur bestimmt. Das ist auch in den Zahlen bestaetigt: die Korrelation zwischen den deutschen Exporten und dem realen Welt GDP per capita ist ab den 1980er Jahren 0.72, also ungefaehr 50 Prozent Varianzerklaerung (da ich auf die Schnelle nur Jahresdaten fuer das Welt GDP finden konnte, die weniger noise haben duerften, sieht der reale WK wohl etwas schlechter aus als er sein duerfte). Das Bild ist klar, wenn auch nicht neu: Mengenaggregate sind untereinander hoeher korreliert als Preis- und Mengenaggregate (etwas das uebrigens ISLM Keynesianer lieben).

Schoen, dass Fakten doch immer noch Konsens erzeugen koennen.

Ruediger Bachmann

wunderschoen gesagt – Harald Uhlig

Liebe Kollegen,

hinter der Diskussion steht die unglueckliche Semantik des Wortes "Wettbewerbsfaehigkeit". Fuer Gerhard Schröder war klar, dass heute "ganze Volkswirtschaften" und nicht mehr nur Unternehmen im Wettbewerb miteinander stehen (so wörtlich in einem Interview Mitte der 1990er Jahre). In der Praxis hieß das dann Förderung nationaler Champions. Wir haben im XV. Hauptgutachten der Monopolkommission kritisch dazu Stellung genommen. Siehe die Anlage.

Es ist aber ungluecklich, dass die Makroökonomien die Terminologie von "der Wettbewerbsfaehigkeit der Volkswirtschaft" wieder aufgenommen haben. Herr Simon hat völlig recht, wenn er sagt, dass es das eigentlich nicht gibt und dass nur die Unternehmen im Wettbewerb miteinander stehen. Die Antwort der Makroökonomien läuft darauf hinaus, dass sie eigentlich etwas ganz anderes meinen. Warum sie dafür eine problematische Redefigur verwenden, ist ihr Geheimnis.

In der Sache möchte ich auf einen Punkt hinweisen, der in dieser Diskussion zu kurz gekommen ist. Es ist hin und wieder das Wort "Lohnpolitik" gefallen. Für die Jahrzehnte vor Hartz IV kann ich mir darunter etwas vorstellen. Seit Hartz IV hat sich die Tarifpolitik völlig geändert. Fritz Scharpf sagte mir dazu vor einiger Zeit, seit Hartz IV sei die Sorge, den Arbeitsplatz zu verlieren, so in den Vordergrund gerückt, dass die Tarifpolitik sich völlig geändert habe. Ein derartiger Systemwechsel bei der Lohnpolitik hat natürlich makroökonomische Konsequenzen. Vielleicht trägt Fritz Scharpf zu diesem Punkt auch noch selbst etwas bei.

Soweit dieser Wechsel auch mit für die Verbesserung der Lage auf dem Arbeitsmarkt verantwortlich ist, hat er dazu beigetragen, dass die Position des Fiskus (alles inklusive) sich verbessert hat. Vielleicht sollte man einmal über die Auswirkungen dieser Änderungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage diskutieren. Vielleicht bedeutet der Wechsel ja, dass wir heute relativ weniger Ausgaben für Arbeitslosenunterstützung u.ä. haben, dafür aber höhere Ersparnisse und Kapitalexporte (mit einem gewissen Risiko, dass der Fiskus sich dann im Finanzsektor engagieren muss).

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Lieber Herr Kooths,

auch von meiner Seite vielen Dank für Ihren Beitrag. Aber eine Frage stellt sich mir doch: Was ist dann Ihre Erklärung für den exorbitanten aggregierten deutschen Leistungsbilanzüberschuss, der seit 1999 mehr oder weniger kontinuierlich anwächst? Dies wird sicher auch Herrn Scharpf, Herrn von Weizsäcker und alle anderen Leser interessieren.

Gehen wir von einem vollbeschäftigten und produktiven Land A mit vielen „hidden champions“ (Deutschland) und einem unproduktiven Land B mit Jugendarbeitslosigkeit >30% (z.B. Italien oder Spanien) aus. Sie führen aus, dass die Kapitalströme innerhalb der Eurozone dann von B nach A laufen, weil auch Italiener ihr Kapital gerne produktiv anlegen. Unser Land A könnte dann also sogar LB-Defizite gegenüber B fahren. Ein flüchtiger Blick in die Daten zeigt mir, dass an Ihrer Story schon etwas dran ist: die Effekte der Kapitalzuflüsse aus Europa kann man zum Beispiel an den gestiegenen Immobilienpreisen in westdeutschen Großstädten besichtigen und gegenüber der restlichen Eurozone hat Deutschland zumindest keine nennenswerten LB-Überschüsse mehr (war vor einigen Jahren noch anders).

Aber woher kommt dann aus Ihrer Sicht der besagte aggregierte LB-Überschuss, der ja vor allem gegenüber der Nicht-Eurozone besteht? Sind das wirklich bloß autonome Spar- und Investitionsentscheidungen von intertemporal optimierenden deutschen Wirtschaftssubjekten, die a) rationalerweise viel sparen weil sie fürs Alter oder kommende Schlechtwetterperioden vorsorgen und b) Ersparnisse und thesaurierte Auslandsgewinne lieber im Ausland (re-)investieren, weil sie dort günstigere steuerliche Rahmenbedingungen vorfinden und allgemein eine höhere Dynamik in 10-20 Jahren erwartet?

Hat das Alles rein gar nichts mit dem auch von Rüdiger Bachmann angesprochenen realen Wechselkurs zu tun, der für Deutschland seit einigen Jahren enorm günstig aussieht, weil wir nominal nicht aufwerten können und Lohnmoderation – salopp gesprochen – seit der Agenda 2010 irgendwie in unseren Genen verankert ist?

Oder anders gefragt: Liegen Jeromin Zettelmayr und Matthew Klein mit ihren Diagnosen komplett daneben?

(siehe hier: <https://piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/germany-currency-manipulator> <https://ftalphaville.ft.com/2017/02/01/2183509/the-us-shouldnt-blame-mexico-for-losing-at-trade-it-should-blame-germany/>)

Entschuldigen Sie, wenn ich Sie direkt anspreche, aber ich glaube das ist wirklich ein Knackpunkt in der Diskussion und ich würde gerne verstehen, was Sie genau meinen, wenn Sie von „Therapie der Ursachen“ statt der „Symptome“ sprechen.

Beste Grüße,

Jens Suedekum

Lieber Herr Kooths – danke für Ihre Mail.

Wo wir nicht einig sind, ist die Interpretation des Falls unzureichender Gesamtnachfrage. Diese ist ja heute im Euro-Raum gegeben. Der Euro-Raum würde bei einer Gesamtauslastung der labour force wie sie derzeit in Deutschland gegeben ist, riesige Leistungsbilanz-Überschüsse aufweisen. Das ist nicht der Fall in der Realität. Und die Unterbeschäftigung ist umso ausgeprägter, je weniger hidden champions ein Land aufzuweisen hat. Man kann es auch so formulieren. Für eine gleichmäßige Verteilung der Unterbeschäftigung über den Euro-Raum ist Deutschland zu preiswert und Italien etc zu teuer. Nun beobachten wir – was auch immer im Einzelnen die Gründe sein mögen – dass sich die relativen Preise hier nur sehr langsam anpassen. Aber ich kann überhaupt nicht sehen, dass die Gesamtnachfrage bei rascherer Anpassung der relativen Preise im Euro-Raum steigen würde. Denn den dann höheren Investitionen in den schwachen Ländern entsprechen geringere Investitionen in Deutschland, weil die deutsche Wettbewerbsfähigkeit dann geringer wäre. Wie dem auch sei: es ist doch eindeutig so, dass die Stärke der deutschen hidden champions es Deutschland ermöglichen, das Problem unzureichender Nachfrage auf die schwächeren Euro-Mitglieder abzuwälzen. Und dann gilt eben nicht die Aussage: „Die Kapitalbilanz befiehlt – und die Leistungsbilanz gehorcht“, was Sie ja auch nur für eine vollbeschäftigte Volkswirtschaft ausgesagt haben. Wenn wie durch ein Wunder sich die Arbeitsproduktivität in Italien über Nacht verdoppelt (und die Löhne und Wechselkurse vorerst gleich bleiben), dann steigen die Exporte Italiens in alle Welt. Dadurch erhöht sich das Sozialprodukt des Euro-Raums: „Die Leistungsbilanz befiehlt – und die Kapitalbilanz gehorcht“. Plötzlich könnte Italien wieder PKWs produzieren, die dann auch koreanische, russische, japanische, chinesische, amerikanische PKWs im Weltmarkt verdrängen. Zugleich wird in Italien mehr investiert; es gibt plötzlich wieder Direktinvestitionen aus dem Ausland in Italien. Und das internationale Bankensystem sorgt dafür, dass auf dem Wege des nachlaufenden Kapitalexports aus Italien der nunmehr gestiegene Leistungsbilanzüberschuss Italiens „finanziert“ wird.

Beste Grüße

CCvW

Ich muss gestehen, dass ich diesen Herr-Knecht Diskussionen nicht ganz folgen kann, wer da befiehlt und gehorcht. Sollten wir – auch wenn es dadurch komplexer wird – von beiden Objekten nicht als endogen, intertemporal und intratemporal simultan bestimmt ausgehen? Oder, wer Hegel und Dialektik mag: der Herr ist auch des Knechtes Knecht und der Knecht des Herren Herrn.

Rüdiger Bachmann

Lieber Herr Kooths,

vielen Dank für Ihre Präzisierung, die ich zum Anlass nehme, meine Sicht noch einmal kurz zu erläutern, nur zur Klarstellung, nicht um Sie zu überzeugen.

On 08.02.2017 14:09, Kooths, Stefan wrote:

@Herr Schlicht: An dieser Stelle noch einmal eine Präzisierung, was unter „sachfremden“ Eingriffen zu verstehen ist. Sachfremd ist, wenn in Deutschland Lohnerhöhungen mit Hinblick auf den Außenhandelsaldo gefordert werden.

Ich meinete nicht: In Hinblick auf den gesamten Aussenhandelssaldo, sondern lediglich in Hinblick auf die Stücklohnkostenentwicklung im Euro-Raum, die eben nicht harmonisiert werden kann, wie perfekte Arbeitsmärkte dies herbeiführen würden, hauptsächlich wegen "downward wage rigidity" die eine gewisse Lohninflation in Ländern wie Deutschland erforderlich macht, die zu geringe Arbeitskosten haben und deren Währung, wenn sie denn eine separate Währung hätten, aufgewertet werden müßte.

In einem funktionsfähigen ökonomischen System (als vermaschter Regelkreismechanismus) reagieren Löhne auf die Lage des Arbeitsmarktes, auf dem sie bezahlt werden und nicht auf die Arbeitslosigkeit in anderen Ländern.

Im Prinzip stimme ich dem zu, halte dies aber eher für Wunschvorstellung und zweifle an einer stabilen Lohn-Phillipskurve in jedem Land - wahrscheinliche sehen die ähnlich aus wie die Preis-Phillipskurven in dem schönen Beitrag von Herrn Uhlig, den er vor einiger Zeit einmal herumgeschickt hat.

Demzufolge ist der immer wieder zu hörende Vorwurf des Lohndumpings gegenüber Deutschland verfehlt (zumal es dafür auch gar keine staatliche Instanz gäbe)

Wenn eine expansivere Fiskalpolitik in Deutschland gemacht würde, würde sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt anspannen und Lohnerhöhungen wären die Folge. Bei stagnierenden Löhnen in den Partnerländern würde so die relative Lohnposition in Deutschland angepaßt, wie es ansonsten über flexible Wechselkurse erfolgen sollte. Man kann m.E. die Restriktionspolitik in Deutschland so deuten, dass sie ein (möglicherweise unbeabsichtigtes) Lohndumping bewirkt.

– bei 5 Millionen Arbeitslosen mussten die Löhne (völlig unabhängig vom Außenhandel) reagieren und zwar nach unten (problematisch war eher, dass man diese Anpassung jahrzehntelang aufgeschoben hatte).

Ich stimme zu. Löhne reagieren aber nicht nach unten, oder nur extrem langsam. Bei etwas Inflation und Produktivitätswachstum reicht aber ein Lohnstagnation in den Ländern mit zu hohen Löhnen um die relativen Lohnpositionen, um die es letzten Endes geht, anzupassen. Das ist ja auch die Begründung für das 2% Inflationsziel, das wegen Restriktionspolitik nicht eingehalten werden kann.

Sachfremd ist auch, einen Wirtschaftsraum, der mindestens normal ausgelastet ist, durch fiskalische Maßnahmen zu stimulieren, damit der Außenbeitrag sinkt (die relevanten Kriterien der Finanzpolitik sind andere). Diese Interventionen sind nicht sachgemäß, weil sie statt Ursachen nur Symptome adressieren und dabei immer wieder Verzerrungen an anderer Stelle aufreißen.

Die Ursachen liegen möglicherweise in Fehlentwicklungen bei den Löhnen über Jahrzehnte, die jedenfalls auf die Dauer nicht aufrecht zu erhalten sind. Die Ursachen dafür müßte man bekämpfen, da stimme ich zu. Diese Fehlentwicklungen haben m.E. ihre Ursache in den völlig unterschiedlichen Lohnsetzungsinstitutionen, die eine divergierende Lohnentwicklung nach sich ziehen - und dann

natürlich zu Protektionismus führen. Ich bezweifle, dass man dieses Auseinanderdriften mit ‚fiscal revaluation‘ auf die Dauer in den Griff bekommen kann. Eine sachgerechte Bekämpfung dieser Fehlentwicklungen in Ihrem Sinne (und ich würde zustimmen) läge vielleicht in einer Vereinheitlichung der Lohnsetzungsmechanismen europaweit, aber das läßt sich m.E. sich nicht auf die Schnelle machen.

Mit freundlichen Grüßen

Ekkehart Schlicht

Damit haben Sie natürlich Recht, lieber Rüdiger Bachmann. Die Sonne und ihre Planeten bilden ein komplexes Mehrkörper-Problem, das man analytisch in der Mathematik gar nicht mehr lösen kann. Als eine Vereinfachung bietet sich an: die Planeten bewegen sich um die Sonne, die in diesem Sinne die „Ursache“ ist, während dann die Bewegungen der Planeten als Wirkung angesehen werden. Vor Kopernikus sagte man: die Sonne bewegt sich um die Erde. Nach Kopernikus sagt man: die Erde bewegt sich um die Sonne. In diesem Sinne unsere Diskussion. Aber Sie haben recht: es ist ein interdependentes System. Dennoch ist es interessant, die Frage zu stellen, unter welchen Bedingungen der Einfluss von S auf I stärker ist als umgekehrt – und unter welchen Bedingungen der Einfluss von I auf S stärker ist. „Einfluss“ hier verstanden, als die partielle Ableitung der einen Variablen nach der anderen, wenn letztere um einen „infinitesimalen“ Betrag exogen verändert wird. Analoges zu Kapitalbilanz vs Leistungsbilanz.

Gruß CCvW

Lieber Herr CCvW:

Herr Bachmann hat natürlich recht: in einem allgemeinen Gleichgewicht sind partielle Ableitung zur Bestimmung von "Einfluß" wenig von Nutzen (man kann das natürlich so definieren --- aber wozu?). Man braucht exogene Ereignisse.

Wie allen bekannt ist, werden Fragen der "Ursache" und "Wirkung" seit 1980 Sims "Macroeconomics and Reality" üblicherweise durch die Betrachtung von Schocks (oder Impulsen) und der Antworten verstanden, und mit Granger-Causality und Varianz-Zerlegungen analysiert. Nicht immer, aber das ist sicherlich der Standard-Ansatz seit fast vierzig Jahren (ich wollte erst "moderne Makro-Ökonomie" schreiben, und dann fiel mir auf, wie lange das schon her ist!). Jeder halbwegs gute Assistent sollte in der Lage sein, hier eine einfache VAR mit vier bis sechs wichtigen Variablen zu schätzen (inkl. Export-Überschuß und Kapitalexport-Überschuß ... 'mal schauen, ob dem Assistenten hier ein Problem auffällt) und eine forecast error variance zur Beantwortung zu produzieren. Irgendwer? Vielleicht gibt es dazu auch bereits eine Literatur: das sollte eigentlich der Fall sein.

MfG,

Harald Uhlig

Lieber Herr Hellwig!

Vielen Dank für Ihren Beitrag. Ich muß gestehen, daß ich alle die gesendeten Beiträge nunmehr doch zuwenig in Erinnerung habe, um zu finden, wo denn ' Makroökonom die Terminologie von "der Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaft" wieder aufgenommen haben ', wie sie betonen (und darauf im Detail eingehen). Können Sie dieser Runde noch einmal an den entsprechenden Beitrag einer der teilnehmenden Makro-Ökonomen verweisen,

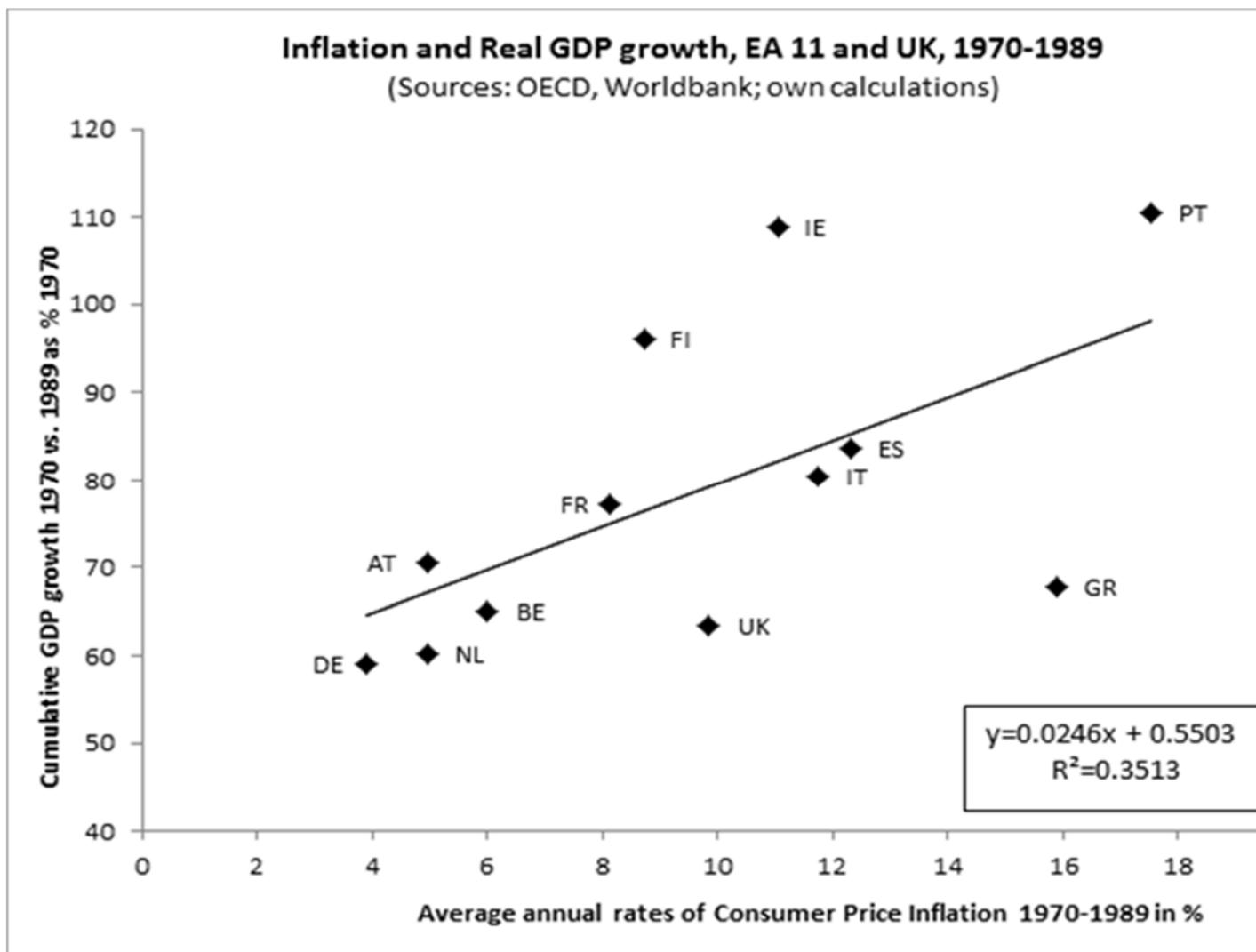
und auf das Zitat dort hinweisen, das sie nun so irritiert hat? Zumindest mir würde das weiterhelfen. Oder beziehen Sie sich auf eine ganz andere Quelle?

MfG,

Harald Uhlig

Lieber Herr von Weizsäcker,

ich denke, dass die Rolle des internationalen Währungsregimes und der Wechselkurse in der Diskussion etwas zu kurz kommt. Nach dem Ende von Bretton Woods hatte Deutschland (nach der Schweiz) immer die niedrigsten Inflationsraten (was der Bundesbank und der Lohnzurückhaltung der Gewerkschaften geschuldet war. Im Ergebnis hatten wir deshalb die härteste Währung – aber eben auch die niedrigste Wachstumsrate und kontinuierliche Beschäftigungsverluste:



Die Kostenvorteile der deutschen Stabilitätspolitik wurden eben durch die kontinuierliche Aufwertung der DM immer wieder kompensiert. Die Hidden Champions haben daran nicht geändert: Sie haben ihre Märkte gefunden und verteidigt, aber gerade dadurch auch zu der Aufwertung (und sinkenden Importpreisen) beigetragen, die dann weniger „wettbewerbsfähige“ Bereiche des „traded

sector“ der deutschen Produktion (Textil und Bekleidung, etwa) vom internationalen wie vom heimischen Markt vertrieben haben.

In der gleichen Zeit haben weniger stabilitätsfixierte Ökonomien zwar ab und zu abgewertet, sind aber bei Wachstum und Beschäftigung eher besser gefahren.

Erst die Währungsunion hat dann die Frage der Wettbewerbsfähigkeit der Mitgliedsländer (im Sinne der durchschnittlichen Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen des jeweiligen traded sector im Verhältnis zu deren Konkurrenten im Eurozonenmarkt) wieder zu einem fundamentalen Problem werden lassen.

Aber die Eurozone als Ganzes hätte dann gegenüber dem Rest der Welt wieder flexible Wechselkurse, dass bei Steigerung der Stundenproduktivität in Italien doch eher Aufwertung als riesige Handelsüberschüsse zu erwarten wären, denke ich.

Herzliche Grüße

Ihr

FW Scharpf

Man kann das vielleicht mit VARs machen, wobei ich mir nicht so sicher bin. Aber ich wollte eigentlich schon laenger eine andere, wenn auch verwandte Frage an die Runde stellen:

CCvW – wenn man etwas analytisch nicht loesen kann, dann muss man es numerisch machen (klar, manchmal geht dabei die Intuition verloren, aber Intuitionen koennen auch falsch sein oder zumindest zu etwas Metaphysik fuehren, wie der fuer mich doch etwas thomistische Streit wer hier befiehlt und wer hier gehorcht). Ich weiss nicht, wie weit die Physiker da bei ihren Mehrkoerperproblemen sind, aber meines Wissens machen es auch die numerisch.

Auf unsere Diskussion gemuenzt, braucht man doch ein Modell mit folgenden Elementen:

- 1) Irgendetwas mit heterogenen Firmen, damit wir hidden champions haben, sagen wir mal Melitz.
- 2) Wir brauchen einen Konkunjekturzyklus (fangen wir mal mit einem repraesentativen Haushalt an – wir haben bisher Verteilungsfragen ja auch eher ausgeklammert, vielleicht straflicherweise).
- 3) Wir brauchen Kapital, jedenfalls eine sinnvolle intertemporale Sparentscheidung.
- 4) Wir wollen Lohn- und Preisrigiditaeten, damit wir keynesianische Unterbeschaeftigungssituationen abbilden koennen. Eventuell auch einen rigiden Arbeitsmarkt, damit wir Verhandlungsmacht dort darstellen koennen.

Das hoert sich komplex an, aber 1) und 2) gibt es, das ist meines Wissens die Ghironi-Melitz Version des Melitzmodells. Ob die 3) auch haben, erinnere ich mich nicht mehr, bezweifle es aber. 1) bis 3) waere im Grunde ein IRBC Modell mit einem Melitz-Exportsektor. Frage: gibt es sowas? 1) bis 4) waere die neokeynesianische Version des Modells. Frage: kennt jemand sowas? Ich bin wie gesagt kein internationaler Oekonom, von daher bitte ich um Vergebung fuer meine Ignoranz.

Dann koennte man Fragen stellen wie: was passiert mit der Leistungs- und Kapitalbilanz eines Landes nach einer Schwaechung der Verhandlungsmacht der Gewerkschaften in Abhaenigkeit von der Produktivitaetsverteilung ueber die Firmen in einem Land (hidden champions). Das scheint mir jedenfalls eine sinnvolle und auch im Prinzip beantwortbare Frage zu sein, im Gegensatz zu den Befehlen-Gehorchen Diskussionen. Konzeptionell – da lehne ich mich mal etwas aus dem Fenster – scheint mir das machbar zu sein. Ob man das numerisch hinbekommt, wer weiss? Hat jemand einen guten Doktoranden?

Herzliche Gruesse

R. Bachmann

Jetzt bin ich aber wirklich gespannt auf den neuen Ansatz zur Analyse von "Kausalität".

MfG,

Harald Uhlig

Lieber Herr Bachmann, lieber Herr von Weizsäcker,

Ihre Abneigung gegen eine militärisch-martialische Ausdrucksweise teile ich vollkommen (auch „Produktionsschlachten“, „Produktivitätsoffensiven“, „monetary fire power“ u.ä. sind mir seit jeher suspekt). Wir sollten gleichwohl nicht vorschnell die Systemeigenschaften naturwissenschaftlicher Phänomene in das sozialwissenschaftliche Systemverständnis übertragen. Auch wenn im GG alles interdependent erscheint, so liegt dem menschlichen Handeln stets ein Mittel-Zweck-Kalkül zugrunde, das uns auch etwas über Kausalitäten aussagen lassen sollte (bestes Beispiel: Faktorkosten folgen den Güterpreisen, auch wenn im GG beide parallel laufen). Dies aber nur als epistemologische Zwischenbemerkung, die Sie bitte meinem österreichischen Einschlag nachsehen wollen ...

Meine Antworten auf die übrigen Beiträge später mit getrennter Post.

Herzliche Grüße

Stefan Kooths

Liebe Teilnehmer der Diskussionsrunde,

um komparative Vorteile und Leistungsbilanzüberschüsse modellhaft zu diskutieren, braucht es nur wenig, und man kann erste Ergebnisse im Kopf herleiten:

1. Man nehme zwei Güter c_1 und c_2 und zwei Akteure mit identischen Präferenzen $u(c_1, c_2)$ und verschiedenen Technologien.

2. Im statischen Fall spezialisieren sich die beiden Akteure auf die Produktion desjenigen Gutes, bei dem sie einen komparativen Vorteil besitzen. Im Gleichgewicht repräsentiert P_1/P_2 die terms of trade, und es werden Wertäquivalente getauscht. Die Leistungsbilanzen sind stets ausgeglichen.

3. Im dynamischen Fall werden die intertemporalen Präferenzen durch Summen

der diskontierten Periodennutzen $u(c_1t, c_2t)$ repräsentiert, mit t als Zeitindex. Abhängig von Zukunftserwartungen und Präferenzen exportiert Akteur 1 jetzt möglicherweise mehr an Akteur 2 als umgekehrt. Er erzielt einen Leistungsbilanzüberschuss, verbunden mit einer Zunahme seiner Nettoforderungsposition.

4. Leistungsbilanzsalden, die definitiv den Kapitalbilanzsalden entsprechen, sind in dieser Modellwelt nicht Ausdruck von "Wettbewerbsfähigkeit", sondern Ausdruck intertemporaler Tauschwünsche. Es kann insbesondere sein, dass ein Akteur einen Leistungsbilanzüberschuss erzielt, obwohl er bei der Produktion beider Güter einen absoluten Kostennachteil besitzt. In diesem wohlverstandenen Sinn regiert die Kapitalbilanz die Leistungsbilanz: Die letztere ist Ausdruck intertemporalen Tauschs.

Nach dem Superpositionsprinzip bleiben diese Überlegungen erhalten, wenn man statt zweier Akteure zwei Gruppen jeweils vieler heterogener Akteure nimmt und diese Gruppen "Länder" nennt. Normativ sind in einem Gleichgewichtsmodell sowohl Leistungsbilanzüberschüsse als auch -defizite positiv zu bewerten, weil sie Ausdruck freiwilligen intertemporalen Tauschs sind. Der internationale Ruf nach "Leistungsbilanzgleichgewichten" im Sinne ausgeglichener Leistungsbilanzen ist aus dieser Sicht steinzeitlich.

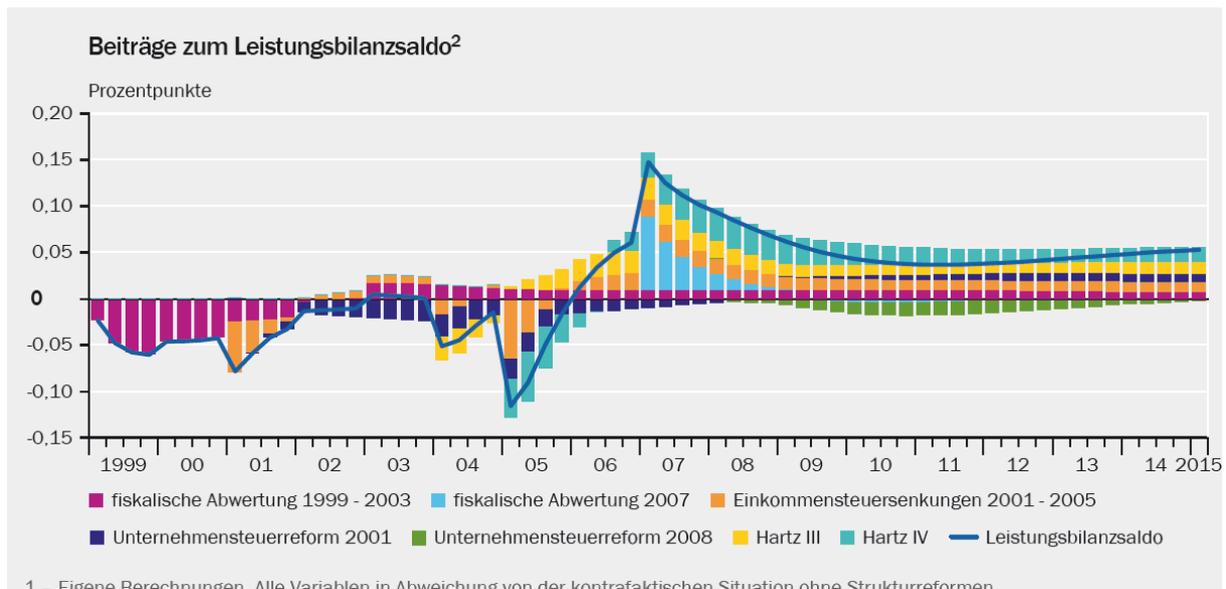
Katapultieren sich einzelne Anbieter aus Märkten heraus, indem sie höhere als Gleichgewichtspreise fordern, ist für mich nicht evident, inwieweit hierdurch die obigen Grundsätze falsch werden. Anders wäre es bei den allgemein geltenden Einschränkungen des ersten Hauptsatzes, wie externen Effekten. Aber hiervon ist in der öffentlichen Diskussion ja gar nicht die Rede.

Zusammengefasst stimme ich Herrn Simon sehr zu, dass Leistungsbilanzsalden keine taugliche Steuerungsgröße der Wirtschaftspolitik sind. Zugleich bin ich der Meinung, dass der aktuelle Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands nichts mit "hidden champions" zu tun hat.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Ein Referenzpunkt für die Analysen der quantitativen Fragen von Ruediger Bachmann wäre zum Beispiel diese Arbeit von Gadatsch, Stähler, Weigert in einem neu-keynesianischen Modell mit Arbeitsmarktfriktionen. Dort wird die Auswirkung von Arbeitsmarktreformen z.B. Reduktion der Verhandlungsmacht auf die Leistungsbilanz untersucht. Siehe auch die beigefügte Box aus dem SVR Gutachten 2014/15. Interessant, starke Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit. Der Effekt der Löhne auf die Leistungsbilanz wird jedoch durch die gestiegene Beschäftigung und daraus resultierende Nachfrage nach Importen weitgehend kompensiert. Andere Studien wie Kollmann et al sind dort gleich am Anfang zitiert. Nächster Schritt wäre wohl die Heterogenität der hidden champions aufzunehmen.

beste Grüsse, Volker Wieland



Aus SVR Gutachten 2014/15

Sehen Sie, Herr Kooths, da ist mir dann doch zu viel Metaphysik, oder sollte ich sagen: Praxeologie? bei.

Harald –

Vielleicht habe ich mich etwas missverstaendlich ausgedrueckt. Ich meinte das gar nicht als entweder oder. Wobei mir noch nicht so klar ist, wie du denn die Identifikation zwischen LB Schocks und KB Schocks machen wuerdest – oder willst du erst einmal nur Granger-Kausalitaet? Ich wollte eigentlich nur damit sagen, dass ich diese Kausalitaetsfragen zwischen zwei hochendogenen Objekten (wenn du natuerlich auch wohl irgendwelche exogenen Schocks im Kopfe hast) nicht so spannend finde wie die urspruenglichen Fragen im Thread (ich habe da wohl einfach keinen Sinn fuer das Hoehere): was passiert mit LB und KB nach einer internen Abwertung (Gewerkschaften verlieren Verhandlungsmacht) in Situationen Keynesianischer Unterbeschaeftigung und mit Produktionsheterogeneitaet (hidden champions) bzw. in Abhaengigkeit davon? Hier im Thread wurden sehr klare verbale Voraussagen gemacht, auf die wir uns nicht einigen konnten. Ich glaube dazu braucht man ein Modell. Meine Frage war eigentlich nur, ob jemand weiss, ob es ein solches schon gibt.

VG

RB

Lieber Herr Suedekum,

auch von meiner Seite vielen Dank für Ihren Beitrag. Aber eine Frage stellt sich mir doch: Was ist dann Ihre Erklärung für den exorbitanten aggregierten deutschen Leistungsbilanzüberschuss, der seit 1999 mehr oder weniger kontinuierlich anwächst? Dies wird sicher auch Herrn Scharpf, Herrn von Weizsäcker und alle anderen Leser interessieren.

Ab wann ein LB-Saldo als exorbitant gelten kann, ist schwer zu entscheiden – solange sich keine Koordinationsdefekte auf den relevanten Märkten identifizieren lassen, muss man das Marktergebnis nehmen, wie es ist. Mein Argument ging dahin, mögliche Koordinationsdefekte (nachhaltige Störungen des Marktmechanismus) auf der Kapitalverkehrsseite zu suchen.

Der deutliche Anstieg in den frühen 2000er-Jahren geht einher mit dem Platzen des deutschen Bau-Booms und einer Geldpolitik, die vor allem im südlichem Euroraum eine Kreditexpansion zugelassen hat, die Kapital vor allem auch aus Deutschland (u.a. via Frankreich) angezogen hat. Implizite Bail-out Annahmen oder eine generell falsche Risikoeinschätzung dürften ebenfalls im Spiel gewesen sein (jede Blase hat eine gute Fundamentalstory wie das des gesunden Aufhol- und Konvergenzprozesses innerhalb der EWU). Das wären Ansatzpunkte für Koordinationsdefekte.

Im Zuge der europäischen Schuldenkrise gab es massive Liquiditäts- und Kapitalflucht nach Deutschland, wobei weniger die Produktivität deutscher Unternehmen als das „Safe haven“-Motiv von Bedeutung gewesen sein dürften. Diese Ströme wurden indes durch das Target2-Salden abgefangen (Zahlungsbilanzfinanzierung durch das Eurosystem), so dass hierdurch kein Kapitalimport des privaten Sektors verbunden war. Zu Beginn ist vielmehr ebenfalls via Target2 eine schnellere Anpassung der LB-Defizite der Krisenländer verzögert worden. Die im Anschluss einsetzende Niedrig-, Null- und Negativzinspolitik (zusammen mit der Renditekompression durch Safe Haven-Effekte) dürfte anlagesuchendes Kapital tendenziell aus Deutschland herausgedrückt haben und zwar (mangels ausreichend lukrativer Investitionsgelegenheiten in der EWU) über die Grenzen des Währungsraumes hinaus. Das Ergebnis waren Wechselkursreaktionen mit der von Herrn Bachmann identifizierten Unterbewertung. Auch hier sind die Marktergebnisse also erheblich geldpolitisch beeinflusst.

Aber woher kommt dann aus Ihrer Sicht der besagte aggregierte LB-Überschuss, der ja vor allem gegenüber der Nicht-Eurozone besteht? Sind das wirklich bloß autonome Spar- und Investitionsentscheidungen von intertemporal optimierenden deutschen Wirtschaftssubjekten, die a) rationalerweise viel sparen weil sie fürs Alter oder kommende Schlechtwetterperioden vorsorgen und b) Ersparnisse und thesaurierte Auslandsgewinne lieber im Ausland (re-)investieren, weil sie dort günstigere steuerliche Rahmenbedingungen vorfinden und allgemein eine höhere Dynamik in 10-20 Jahren erwartet?

Das wäre der Kern der Erklärung (neben den genannten Verzerrungen). Allerdings optimieren nicht nur die deutschen Wirtschaftssubjekte, sondern natürlich auch alle anderen (und alle miteinander unter Unsicherheit). Und die demografische Entwicklung kann sowohl für die Spar- als auch für die Investitionsentscheidungen bedeutsam sein (ab 2020 ist das demografische Zwischenhoch am Arbeitsmarkt vorbei). In dem Maße, wie die öffentliche Hand die Infrastrukturfinanzierung nicht für private Investoren öffnet, verpasst sie die Gelegenheit, mögliche lohnende Investitionsprojekte im Inland am Markt testen zu lassen. Mehr Nutzerfinanzierung (Verkehrswege, Hochschulen) könnte hier einen Ausweg bieten, ohne in die Probleme staatlicher Defizitfinanzierung zu laufen (meines Erachtens sollten hier entsprechende Bereitstellungskriterien maßgeblich sein, nicht der Effekt auf den Außenbeitrag). Generell alles, was den Standort attraktiver macht, wird Kapital anziehen, da bin ich mit Jeromin Zettelmeyer einer Meinung. Meiner ordnungspolitischen Auffassung nach wäre das

aber ein Nebeneffekt von etwas, was man aus anderen Gründen ohnehin ins Auge fassen sollte. Wenn etwa der flexible Übergang ins Rentenalter regulativ erleichtert wird (die Menschen also mehr Wahlfreiheit erhalten), begrüße ich das. Ich würde aber niemals sagen, dass das Renteneintrittsalter steigen muss, damit der deutsche LB-Saldo sinkt.

Hinsichtlich der Argumentation von Matthew Klein wird mir nicht klar, warum er Kapitalexporte aus Deutschland für ein Problem der übrigen Welt hält: „Those few places willing (or stupid enough) to borrow and spend on worthless projects have been subsidising the rest of the world while sacrificing jobs in productive industries.“ Er unterstellt offenbar, dass man dort mit dem bereitgestellten Kapital nichts vernünftiges anfangen kann, nennt aber keinen Grund dafür. Warum wird es dann überhaupt ausgeliehen (bei Direktinvestitionen bliebe das Risiko ohnehin bei den deutschen Investoren)? Hier kommen wir zu der Kontroverse zurück, ob Kapital auch heute noch knapp ist oder nicht (dazu haben wir hier ja schon viel ausgetauscht). Nur wenn man Kapital für nicht mehr knapp hielte, könnte man mit M. Klein vielleicht schlussfolgern, dass jedes Land seinen fairen Anteil an sinnlosen Investitionsprojekten im eigenen Land durchführen möge, um einem globalen Nachfragemangel entgegen zu wirken. Dieser Sicht kann ich mich aus den bekannten Gründen allerdings nicht anschließen. Aber das ist möglicherweise exakt der Knackpunkt der Debatte.

Wir dürften es ohnehin mit einem temporären Phänomen zu tun haben. Sobald die demografische Wende einsetzt (in wenigen Jahren) werden die LB-Salden den Rückwärtsgang einlegen. Und die Lohnmoderation ist eine Frage des Arbeitsmarktes. Die Reallöhne legen ja seit Jahren wieder deutlicher zu trotz eines aufgrund von Nettozuwanderung recht elastischen Angebots. Die ILO-Quoten stellen die Arbeitsmarktlage aufgrund statischer Ungenauigkeiten (sehr restriktive Kriterien für Erwerbslosigkeit, mangelnde Erfassung von Flüchtlingen) zu günstig dar. Ausweislich der BA-Quoten nähern wir uns der Vollbeschäftigung, noch ist es aber nicht soweit. Und hinsichtlich unserer Agenda-2010-Gene befürchte ich eher, dass hier die Mutationen schon voll im Gange sind ...

Soweit einige (sicherlich nicht erschöpfende) Erläuterungen als Versuch einer Erklärung.

Herzliche Grüße

Stefan Kooths

Danke, Volker.

RB

Ah, danke für die Klärung!

Ich glaube, Einigkeit besteht darin, daß für eine "Ursache-Wirkung"-Aussage oder eine Kausalitäts-Aussage eine Ursache benötigt wird, also etwas, das aus rein exogenen Gründen verändert wird (und nicht selbst bereits ENDOGEN auf andere Dinge reagiert). In einer VAR sind das i.a. die Vorhersagefehler der verwendeten Zeitreihen, wobei selbstverständlich die ökonomische Zerlegung und Interpretation alles andere als trivial und unumstritten ist. In einem voll formulierten Modell wie hier sind das Parameter oder Ausgangsgrößen: von mir aus zB die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften. In einem "natürlichen Experiment" sind es exogene und unvorhergesehene Veränderungen irgendwelcher Art.

Ich möchte lediglich betonen, daß man letztlich dabei immer argumentieren muß, das die angegebene Ursache wirklich plausiblerweise exogen ist. Veränderung der Verhandlungsmacht der Gewerkschaften? Vielleicht: allerdings könnten Skeptiker diese auch als endogene Variable begreifen. Aber man kann ja 'mal schauen, was dabei heraus kommt: ich bin gespannt. Spannend wäre vielleicht auch, wenn man unerwarteterweise und exogen die Zahl der "Hidden Champions" verändert: vielleicht, wenn recht viele der Eigentümer und Unternehmer gleichzeitig einen unerwarteten Tod erleiden. Was passiert dann?

MfG,

Harald Uhlig

Zu Homburgs Mail:

Vielen Dank: das ist doch wunderbar erklärt!

Ein "Caveat" allerdings. Bei einer (exogenen) Veränderungen der Handelsbedingungen (z.B. Verringerungen von internationalen Handelbarrieren) gibt es in der Regel nicht nur Gewinner, sondern auch Verlierer. Man könnte zwar die Verlierer auch kompensieren, aber das passiert meist nicht. Ich vermute, daß der Widerstand gegen die Handelsverträge in der öffentlichen Meinung nur zum Teil auf dem fehlgeleiteten "gesunden Menschenverstand" und dem Unverständnis der ricardianischen Vorteile des Handels beruhen (von dem wir hier in der Diskussionsrunde nun ja auch schon einiges gesehen haben), sondern eben auch darauf, daß es wirkliche Verlierer gibt. Wie berücksichtigen wir die in angemessener Weise in dieser Diskussion?

Ralph Ossa, Ex-Kollege hier in Chicago und nun an der Uni Zürich, der ein hervorragender Experte auf dem Gebiet des Außenhandels ist, und den ich daher auch auf diesen Verteiler setze (email: ralph.ossa@econ.uzh.ch), schrieb mir dazu einmal Folgendes (ich hoffe, ich gebe das nicht falsch wieder --- Ralph, bitte korrigieren/ergänzen!):

die traditionelle Perspektive sieht Handel als potenziell Pareto-verbessernd an. Allerdings betonen selbst traditionelle Modelle (zB Heckscher-Ohlin) die Verteilungseffekte des Handels. Im Wesentlichen verbessern sich diejenigen, die mit dem Export zu tun haben, während sich diejenigen verschlechtern können, die sich nun im Wettbewerb gegen die Importe finden.

Es gibt eine lange Debatte, ob "Globalisierung" zum Anstieg von Lohnungleichheiten in den USA geführt hat. Lange galt der "skill-biased" technische Fortschritt als Ursache des Anstieg des "skill premiums", also des höheren Einkommens der Universitätsabsolventen gegenüber einfachen Arbeitern, aber inzwischen gibt es zunehmend ernsthafte Untersuchungen, die den Handel und das "outsourcing" in den Mittelpunkt stellen (Feenstra,Hanson, Autor, Dorn, ...).

Dennoch darf das nicht davon ablenken, daß Ausländer und Handelsbeziehungen sich häufig gut als Sündenbock eignen, wenn es doch um ganz andere Änderungen der Wirtschaft geht, und darum, daß neue Technologien alte ersetzen und alte Job überflüssig machen (das würde auch ohne Handel passieren).

Ich finde dies jedenfalls ein wirklich spannendes Thema im Rahmen der Debatte hier bzgl. der Handelsbilanzen --- und deutlich spannender als die Frage, ob der Handelsüberschuß Deutschlands irgendwie zu hoch ist und daher irgendwie zu korrigieren sei.

MfG

Harald Uhlig

Liebe Kollegen,

zur Diskussion kann ich nichts beitragen. Ich lade Sie aber herzlich zum 3. Hidden Champions Gipfel, den ich nur alle fünf Jahre durchführe, am 14. September 2017 nach Frankfurt ein. Zur theoretischen Erbauung wird das zwar wenig beitragen, aber die neun Hidden Champions werden Sie beeindrucken. Vermutlich kennen Sie keinen davon. Das Programm hänge ich an.

Die normale Teilnahmegebühr von 500 Euro entfällt für Sie als **Ehregast**.

Wenn Sie teilnehmen möchten, so senden Sie mir bitte eine kurze Rückmeldung (bitte vermerken "Ehregast").

Mit besten Grüßen

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Hermann Simon

Honorary Chairman

9.2.17.

Lieber Herr Bachmann,

da müssen Sie sich entscheiden: Praxeologie ist der Gegenentwurf zu jeder Form von Metaphysik in den Sozialwissenschaften. Dies nur als Zwischenruf zu einem Nebenzweig der Debatte.

Beste Grüße

Stefan Kooths

09.02.2017 00:08, Kooths, Stefan wrote:

Lieber Herr Bachmann,

da müssen Sie sich entscheiden: Praxeologie ist der Gegenentwurf zu jeder Form von Metaphysik in den Sozialwissenschaften.

Lieber Herr Kooths,

na ja, von Mises (Human Action Scholars edition S. 864) schreibt immerhin:

"Economics, like logic and mathematics, is a display of abstract reasoning. Economics can never be experimental and empirical. The economist does not need an expensive apparatus for the conduct of

his studies. What he needs is the power to think clearly and to discern in the wilderness of events what is essential from what is merely accidental."

und auf S. 64 lesen wir

"Like logic and mathematics, praxeological knowledge is in us; it does not come from without."

Das spricht aus meiner Sicht eher für Herrn Bachmanns Einschätzung -- das ist doch reiner Apriorismus.

Mit freundlichen Grüßen

Ekkehart Schlicht

Lieber Herr Uhlig,

hier stimmen wir vollständig überein: Freihandel führt zwar i. a. zu einer pareto-effizienten Allokation, der Handelshemmnisse entgegenstehen. Die weitergehende Aussage, Freihandel bewirke im Vergleich zur Autarkie eine Pareto-Verbesserung, ist aber nicht richtig.

Normativ kann man Freihandel deshalb nur gesellschaftsvertraglich rechtfertigen: Wer den Freihandels-Gesellschaftsvertrag hinter einem "veil of ignorance" unterschreibt, wird davon im Durchschnitt profitieren, aber nicht im Einzelfall. Dasselbe gilt für technischen Fortschritt; man danke an den berühmten Heizer auf der britischen E-Lok.

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Sehr geehrte Runde,

da mittlerweile mindestens drei Diskussionsstränge parallel verlaufen, zu denen es jeweils viel zu sagen gibt, versuche ich durch meine Antwort eine gewisse Strukturierung zu bieten:

1. Strang (Bachmann/Uhlig u.a.): Finden wir einen geeigneten Modellrahmen?

Ich würde bei Eaton/Kortum (ECTA 2002) anfangen. Dieser Modellrahmen ist in der Außenhandelsökonomik mittlerweile sehr etabliert. Man kann heterogene Sektoren bestehend aus heterogenen Firmen/hidden champions modellieren, siehe Caliendo/Dvorkin/Parro (2016) und Bernard/Eaton/Jensen/Kortum (AER 2003). Vor allem gibt es eine sehr schöne Modellvariante von Eaton/Dekle/Kortum mit dem schönen Namen „Unbalanced trade“, wo LB-Ungleichgewichte entstehen weil Löhne exogen fixiert sind. Hier könnte man sich also auf sinnvolle Weise die Effekte von Lohnpolitik auf LB und KB anschauen, wie Martin Hellwig es vorschlägt. Ich bin gespannt, ob sich hier etwas Spannendes entwickelt.

2. Strang (Uhlig/Ossa/Homburg): Verteilungseffekte der Globalisierung

Ich stimme Herrn Homburg uneingeschränkt zu. Genauso ist es! Letztlich ist das ja ein Desiderat des berühmten Theorems von Stolper und Samuelson (1941), das sich zusammensetzt aus Effekten von Handelsliberalisierung auf heimische Faktor- und Güterpreise.

Wie das in Deutschland konkret aussieht, zumindest in Bezug auf die Arbeitsmarktseite, kann man zum Beispiel hier nachlesen:

http://blog.zeit.de/herdentrieb/files/2017/01/wirtschaftsdienst_1_2017_Suedekum_et_al_Globalisierung.pdf

Oder Kurzfassungen in der NZZ (<https://www.nzz.ch/wirtschaft/deutscher-exportboom-die-sorgen-des-globalisierungsgewinners-ld.142466>) bzw übermorgen in der Samstagsausgabe der FAZ

3. Strang (Kooths/von Weizsäcker u.a.): Ist der deutsche LB-Überschuss „normal“ oder „zu hoch“?

Herr Kooths, ich danke Ihnen nochmals sehr für Ihre detaillierte Antwort. Ich bin mit allem völlig einverstanden und glaube auch, dass wir den echten „Knackpunkt“ in der Diskussion identifiziert haben.

Legen die Deutschen einfach so viel Kapital im Ausland an, weil es im Inland nicht genügend hinreichend rentable Projekte gibt im Ausland aber schon? Wenn dem so wäre, dann wäre der deutsche LB-Ü tatsächlich ein ganz normales Phänomen, über das man sich keine großen Gedanken zu machen bräuchte, außer vielleicht, ob die niedrige Kapitalrentabilität in Deutschland durch wirtschaftspolitische Verzerrungen hervorgerufen wird, die man beseitigen könnte. Sie machen hier ja auch konkrete Vorschläge, wie man bestimmte rentable Projekte anschieben könnte. Ich stimme Ihnen auch zu, dass aufgrund der demographischen Entwicklung der LB-Ü in den nächsten 20 Jahren wieder zurück gehen wird, weil die Deutschen dann im Aggregat entsparen.

Trotzdem bleibt die Frage, ob diese Faktoren alleine einen LB-Ü von 8,5% des BIP erklären können. Auf den Kanal der realen Unterbewertung Deutschlands, den Herr von Weizsäcker angesprochen hat, sind Sie nicht explizit eingegangen. Nennen wir es plakativ das „beggar-thy-neighbor“-Argument.

Ich meine ein Interview von Herrn Fratzscher gelesen zu haben, der zu dem Schluss kommt, dass Demographie und Re-Investition von Auslandsgewinnen deutscher MNEs vielleicht einen LB-Ü von 3-4% sinnvoll erklären können, aber eben nicht 8-9%.

Welcher Anteil des deutschen LB-Ü geht also auf „beggar-thy-neighbor“ zurück? Krugman sagt 100%, Sie liegen nahe bei 0%, Fratzscher in der Nähe von 50% (wenn ich ihn richtig verstehe, aber er könnte es hier ja richtigstellen).

Wo liegt der korrekte Wert? Wenn das in Strang 1 angesprochene Modell einen sinnvollen Beitrag zur Klärung dieser wichtigen Frage liefern könnte, dann wäre das aus meiner Sicht ein großer Schritt vorwärts.

Beste Grüße

Jens Suedekum

Lieber Herr Suedekum,

In Hinblick auf Ihren Strang 3 verweise ich nochmals auf das bereits von Volker Wieland zitierte Papier von Kollmann et al. Hier werden die verschiedenen Treiber der deutschen Leistungsbilanz in

einem dynamischen Makromodell geschätzt. Am wichtigsten sind demnach „saving shocks“. Das mutet zugegeben etwas tautologisch an. Allerdings stellen die Autoren hier einen Zusammenhang zu Veränderungen in den demographischen Aussichten her. Es scheint also immerhin möglich einen Leistungsbilanzüberschuss von 8% aus intertemporaler Sicht plausibel zu machen. Hier ist ein Link zu paper:

http://www.robertkollmann.com/KOLLMANN_PUBL_RATTO_ROEGER_intVELD_VOGEL_ECONOMIC_POLICY_2015.pdf

Beste Grüße

Gernot Müller

Lieber Herr Schlicht,

Apriorismus und Metaphysik sind ebenfalls zweierlei. Andernfalls müsste die Mathematik auch als Metaphysik gelten. Und Mises hat sich dezidiert gegen jedweden Anspruch auf „letzte Wahrheiten“ über den Sinn der Welt ausgesprochen.

Ich will hier aber die Aufmerksamkeit der ohnehin schon recht weitverzweigten Debatte nicht überstrapazieren. Und das Medium ist auch nur begrenzt tauglich zur Erörterung epistemologischer Grundsatzfragen. Gerne können wir uns darüber mal in aller Ruhe austauschen. Sie sind jederzeit in Kiel oder Berlin willkommen!

Herzliche Grüße

Stefan Kooths

Lieber Herr Homburg!

Genau! Ich glaube, wir sind uns komplett einig.

Was nun die Fragen des Außenhandels bzw. Fragen möglicher Eingriffsnotwendigkeiten des Staates anbetrifft: denken Sie auch, daß diese Verteilungsfragen interessanter sind als die Frage der Höhe des Export-Überschusses an sich? Anders ausgedrückt: was ist hier das eigentliche, interessante Problem? Eine ehrliche Frage!

MfG,

Harald Uhlig

Die Frage geht zwar an Herrn Homburg, aber ich glaube die Verteilungsfrage und die Höhe des Leistungsbilanzüberschusses sind nicht unabhängig voneinander. Wenn wir die Verlierer der Globalisierung entschädigen würden -- etwa über ein bedingungsloses Grundeinkommen wie ich das hier vor ein paar Wochen eingeworfen habe -- dann wäre wohl der LB Überschuss geringer, weil die Empfänger eine geringere Sparquote haben als die Globalisierungsgewinner (Leute wie wir).

Joachim Fels

10.2.17

Lieber Herr Uhlig,

in den USA befindet sich die Arbeitslosenquote auf einem historischen

Tiefstand; in D gilt dasselbe für die Zeit nach der Wiedervereinigung. Der SVR hat gezeigt, daß sich die Einkommensverteilung wenig bewegt, er ist mit diesem Versuch, die Debatte zu versachlichen, aber kaum durchgedrungen. Kurzum: Hier gibt es m. E. eine Spannung zwischen tatsächlicher und gefühlter Lage. Diese Spannung ist teilweise durch "fake news" zu erklären:

1. Piketty hat in seinen **langen** Zeitreihen demonstriert, daß Einkommen- und Vermögensverteilung sowie die Lohnquote säkular keinen Trend haben. Fürs politische Schaufenster hat er aber auch **kurze** Zeitreihen präsentiert, die exakt im historischen **Maximum** der Lohnquote und Einkommensgleichheit beginnen, also Mitte der 1970er Jahre. Durch Extrapolation dieser Reihen erhält er dann beklagenswerte Tendenzen.

2. Forbes-Magazine und Manager-Magazin wühlen die Öffentlichkeit alljährlich mit "Reichen-Rankings" auf. Diese sollen auf Angaben der Steuerberater und Banker der Reichen beruhen (was Nonsense ist, weil sich diese strafbar machen und ihre besten Kunden verprellen würden). Hierzu ein Beispiel: Das Manager-Magazin listete dereinst Anton Schlecker, den größten deutschen Einzelhändler, mit einem Vermögen von **2 Mrd. Euro**. Wenige Wochen nach Erscheinen der Ausgabe meldete Schlecker Insolvenz an. Das noch laufende Insolvenzverfahren zeigt, daß Schleckers Nettovermögen **negativ** war. Generalisierend gibt es für Außenstehende keine Möglichkeit, Nettovermögen zu ermitteln, weil die Verschuldung private Information ist.

Bevor Sie nachhaken, ob ich unsere Welt denn als problemfrei wahrnehme, wenn ich weder Leistungsbilanzsalden noch die Einkommensverteilung schlimm finde, ergänze ich folgendes: Erstens wird der Zusammenbruch des "Kartenhauses" (Otmar Issing) aus Bailouts und monetärer Staatsfinanzierung, das wir in der Eurozone errichtet haben, vermutlich Turbulenzen auslösen, die uns mit Wonne an die schönen 2010er Jahre zurückdenken lassen.

Zweitens besitzt Deutschland eine Investitionsschwäche, die nicht fiskalischer Natur ist: Mehrfach **konnte** Schäuble die schon bewilligten Etatansätze nicht ausgeben. Hierzu paßt das gestrige Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, wonach die Elbe nach 15 Jahren (!) Planung und Prozessen nicht um 1 m vertieft werden darf. 150 km weiter südlich, in Hannover, scheiterte ein Kiesunternehmen am selben Tag mit dem Versuch, eine Abbaugenehmigung zu erlangen. Nachdem alle Umweltverträglichkeitsprüfungen positiv verlaufen und nicht einmal Schierlings-Wasserfenchel oder die berühmten Kröten entdeckt worden waren, entschied die grüne Wissenschaftsministerin, das Abbaugelände sei unter Denkmalschutz zu stellen, weil sich dort angeblich vor 2.000 Jahren ein Römerlager befunden haben soll (das bisher niemanden interessiert hat). Ebenfalls in Hannover gibt es inzwischen ein halbes Dutzend Brücken (B3 und B65), die einsturzbedroht und deshalb teilgesperrt sind. Man will nun einige Jahre planen, wie man diese instandsetzen könnte, anschließend folgen dann die üblichen Planfeststellungsverfahren und Verbands-Klagen. Den privaten Mietwohnungsbau hat man mit der Mietpreisbremse erledigt.

Unter diesen Bedingungen signalisiert die Politik dem Markt, für Kapital gebe es in Deutschland keine Verwendung. Folglich sucht das Kapital seinen Weg u. a. in ausländische Anleihen von Staaten, deren Schuldenstandsquote immer noch jedes Jahr zunimmt (I, F, etc.). Damit schließt sich der Problemkreis.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr von Ungern,

ich sehe das eher so: Herr Navarro befürwortet, dass das Land mit der Mehrwertsteuer auf Importe aus dem Land ohne Mehrwertsteuer keine Mehrwertsteuer erhebt und Exporte von der Mehrwertsteuer befreit. Wir sollten also amerikanische Produkte von der Mehrwertsteuer befreien und Exporte nach Amerika mit der hiesigen Mehrwertsteuer belegen. Das führt aber zu (dauerhaften) Verzerrungen.

Betrachten wir zwei ansonsten identische Länder A und B und einem Wechselkursverhältnis 1:1. A finanziert seine Staatsausgaben über eine Einkommenssteuer, B über eine Mehrwertsteuer. Beide produzieren die gleichen Autos zu den gleichen Kosten. Wegen massiver Spezialisierungsvorteile lohnt es sich, dass sich Land A auf rote Autos und Land B auf blaue Autos spezialisiert und dass die beiden Länder Handel treiben. Der Ressourcenaufwand für die Autos der beiden Farben ist gleich. Dann sollten auch die Verkaufspreise gleich sein. Das wird unter den WTO-Regeln erreicht. Wenn nun aber Herr Navarro sich durchsetzt sind die roten Autos in beiden Ländern teurer als die blauen. So ungefähr, und mal die Wechselkursproblematik ausgeklammert, die natürlich alles komplizieren aber das ändert nichts an der grundlegenden Forderung, dass die Preise den Ressourcenaufwand korrekt anzeigen sollten. Dem würde durch Herrn Navarros Forderung nicht entsprochen.

Eine Verbrauchssteuer sollte gleichmäßig auf alle Güter erhoben werden, die im Inland verbraucht werden, egal ob sie aus dem Inland oder aus dem Ausland kommen, damit dieser Forderung entsprochen wird. Wir exportieren ohne Mehrwertsteuer nach Frankreich, die Franzosen erheben dann ihre eigene Mehrwertsteuer. Das alles gilt auch für eine Mehrwertsteuer von Null Prozent, wie in den USA. Die WTO-Regeln sind aus meiner Sicht in dieser Hinsicht völlig in Ordnung.

Im Deutschlandfunk hat sich kürzlich ein Korrespondent über Trumps Vorwürfe lustig gemacht. Er hat darauf hingewiesen, dass Amerika japanische Autos mit 2% Einfuhrzoll belegt, während die japanischen Autoimporte aus den USA zollfrei erfolgen und zudem bemerkt, dass Ministerpräsident Abe Präsident Trump beim Golfen mal die grundlegenden ökonomischen Sachverhalte erklärt.

Soweit zur Klarstellung meiner Position. Ich dachte dass das Allgemeingut wäre, aber vielleicht liege ich da falsch. Ich bin kein Aussenhandelsspezialist.

Mit freundlichen Grüßen

Ekkehart Schlicht

Hidden Champions und Böhm-Bawerk

Sehr geehrte Runde,

zwei Bemerkungen zur bisherigen Debatte:

1. Einige der mikroökonomischen (oder vielleicht auch: betriebswirtschaftlichen) Argumente zur Erklärung der deutschen Exportüberschüsse sollte man vielleicht deutlicher zurückweisen. Dazu gehören die angebliche besondere Leistungsmotivation deutscher Unternehmen (Hidden Champions) im Hinblick auf den Weltmarkt (Olaf Sievert sprach einmal davon, die Deutschen hätten "sich eben vorgenommen, Exporteure zu sein und dabei Erfolg zu haben") und die betonte Qualität deutscher Produkte. Die positive Veränderung solcher Faktoren bewirkt bei Mundell-Fleming eine Aufwertung, aber keinen anhaltenden Exportüberschuss. Anders ausgedrückt: Diese Faktoren heben den Wohlstand eines Landes (verbesserte ToT), aber nicht Produktion und Beschäftigung.

Der zuletzt stark gestiegene Überschuss kann ohnehin nicht mit dem Qualitätsargument begründet werden, da dieses permanent zutrifft, sondern wohl eher mit der Euro-Abwertung, die die Schwäche der gesamten Eurozone widerspiegelt.

2. Spannender ist der Rekurs auf Böhm-Bawerks Diktum, wonach die Kapitalbilanz befiehlt und die Handelsbilanz gehorcht. Ein naheliegendes Beispiel wäre der Abwertungseffekt eines Kapitalexports, der dann die Wettbewerbsfähigkeit steigert. Aber das ist wohl nicht Böhm-Bawerks Idee. Vielmehr (so drückte das Herr Kooths aus) sei eine im Ausland geliehene Kaufkraft die Voraussetzung für Güternachfrage und Import. Dies ist ja auch das (u.a. von Herrn Sinn verbreitete) Narrativ der frühen Euro-Ungleichgewichte: Deutsche Ersparnisse werden nach Spanien "exportiert", ermöglichen dort eine Kreditexpansion, die dann zum Import deutscher Güter führt.

Aber die Böhm-Bawerk-Schule übersieht, dass spanische Banken keine deutschen Ersparnisse zu einer autonomen Kreditexpansion benötigen, sondern lediglich eine elastische Refinanzierung bei ihrer nationalen Notenbank. Die Überweisung der Importrechnung nach Deutschland lässt dann hier TARGET-Guthaben entstehen, die in einem funktionierenden Interbankenmarkt z.T. wieder nach Spanien fließen. Dieser Kapitalverkehr folgt also dem Handelsbilanzgeschehen – oder nicht?

Herzliche Grüße

Peter Spahn

Universität Hohenheim

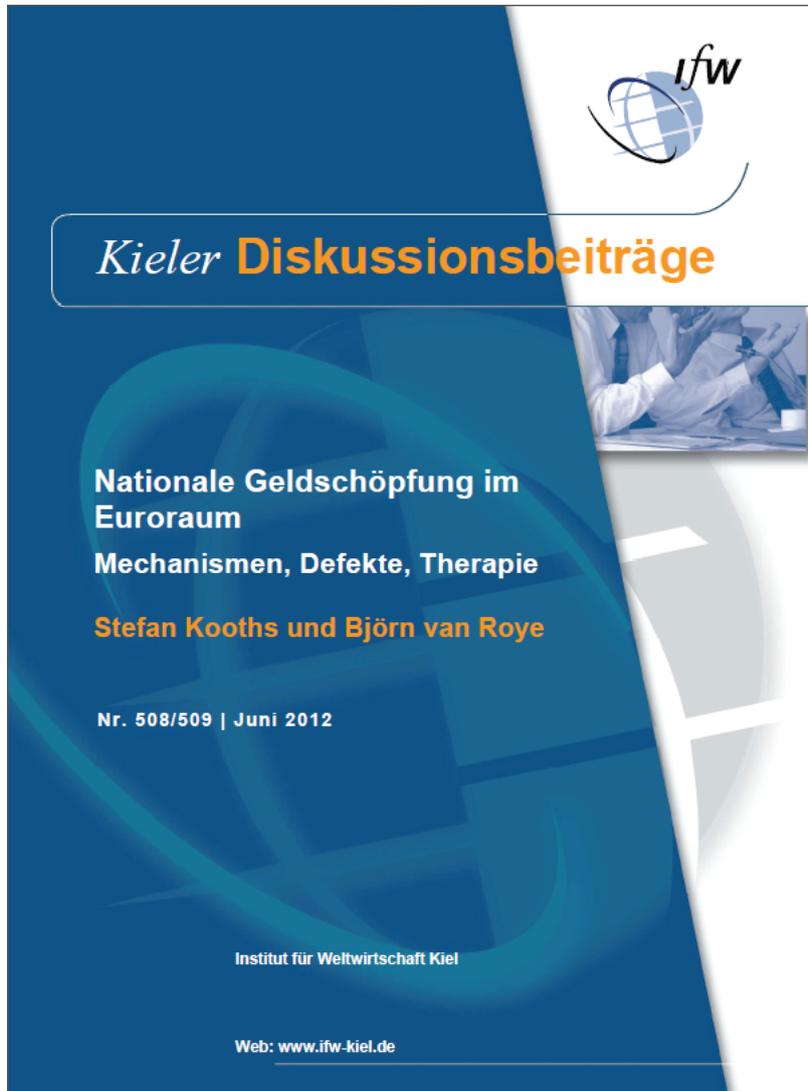
Lieber Herr Spahn,

Sie beschreiben den Fall der monetären Leistungsbilanzfinanzierung durch das Eurosystem (Target2). In der Tat gelangt hierbei die Kaufkraft für die Güterkäufe nicht durch marktbasierter Kapitalverkehrsströme (Finanzintermediation) in die Defizitländer, sondern wird dort via Kreditschöpfung aus dem nichts erzeugt. Für die grenzüberschreitenden Güterkäufe in Deutschland wird dann die Bundesbank in die Zahlungsbilanzfinanzierung (Target2) gezwungen. In diesem Fall wird die Bereitschaft zu Kapitalexporten des Privatsektors aus den Überschussländern (Kaufkraftverlagerung) durch die Bereitschaft der Kreditinstitute in den Defizitländern zur Kaufkraftschöpfung (via Kreditschöpfung) und die Refinanzierungsbereitschaft durch die jeweiligen nationalen Notenbanken ersetzt. Auch hier muss aber die Kaufkraftschaffung den güterwirtschaftlichen Transaktionen vorausgehen bzw. ist Voraussetzung für das Aufrechterhalten der LB-Salden (siehe hierzu ausführlicher im Anhang). Von daher lassen sich beide Fälle unter ein konzeptionelles Dach bringen, wobei natürlich der zweite Fall nichts mit marktwirtschaftlichen Mechanismen zu tun hat, sondern ein Beispiel für verzerrende Interventionen ist. Den Akteuren am Gütermarkt ist es freilich gleichgültig, woher die Kaufkraft kommt, zumal man es einem Euro auch nicht ansehen kann, ob er grenzüberschreitend vermittelt oder frisch geschöpft wurde. Daher ist das

Kaufkraft-Konzept der allgemeineren Rahmen zur Erklärung beider Phänomene (wie es ja auch in analoger Weise der monetären Konjunkturtheorie zugrunde liegt) .

Herzliche Grüße

Stefan Kooths



Lieber Herr Suedekum,

Nur kurz zwei Präzisierungen:

- (a) Ich bezweifle nicht, dass durch marktfremde Eingriffe (Geldpolitik) die LB-Salden überhöht sind. Es erscheint mir indes sehr schwierig, das counter-factual richtig abzuschätzen. Hierzu müsste man wissen, wie die Lage ohne diese Eingriffe aussähe (angesichts der Komplexität des Gesamtsystems sicher nicht einfach zu beantworten, möglicherweise hätten wir ohne die derzeitige GP gar kein Eurosystem mehr). Ein PPP-Wechselkurs wäre wohl kaum eine

sinnvolle Referenz. Und generell ist es natürlich problematisch, alle Wirtschaftsdaten, die ein konkretes Modell nicht erklären kann, als korrekturbedürftig zu klassifizieren (etwa in dem Sinne, dass der Teil des LB-Überschusses, der sich nicht über demografische Faktoren erklären lässt [was schwierig genug ist] als „übermäßig“ einzustufen). Über die Richtung und die Ursachen von Koordinationsdefekten mag man Überlegungen anstellen können, beim konkreten Ausmaß wird es schwierig. Umso vorsichtiger sollte man mit den Schlussfolgerungen sein. Wie immer der Modellrahmen aussieht, m. E. muss er den monetären Sektor beinhalten, sonst fehlt etwas Entscheidendes.

- (b) Beggar-thy-neighbor ist natürlich eine sehr unglückliche Vokabel. Es geht ja nicht um Vorteile des einen Landes zu Lasten des anderen Landes. Wenn der Wechselkurs verzerrt ist, ist es für alle Beteiligten ungünstig (jeweils gesamtwirtschaftlich betrachtet), weil dann der ökonomische Koordinationsmechanismus gestört ist und so beiderseits ökonomische Aktivität in die falsche Richtung gelenkt wird oder vorteilhafte Tauschprozesse unterbleiben.

Herzliche Grüße

Stefan Kooths

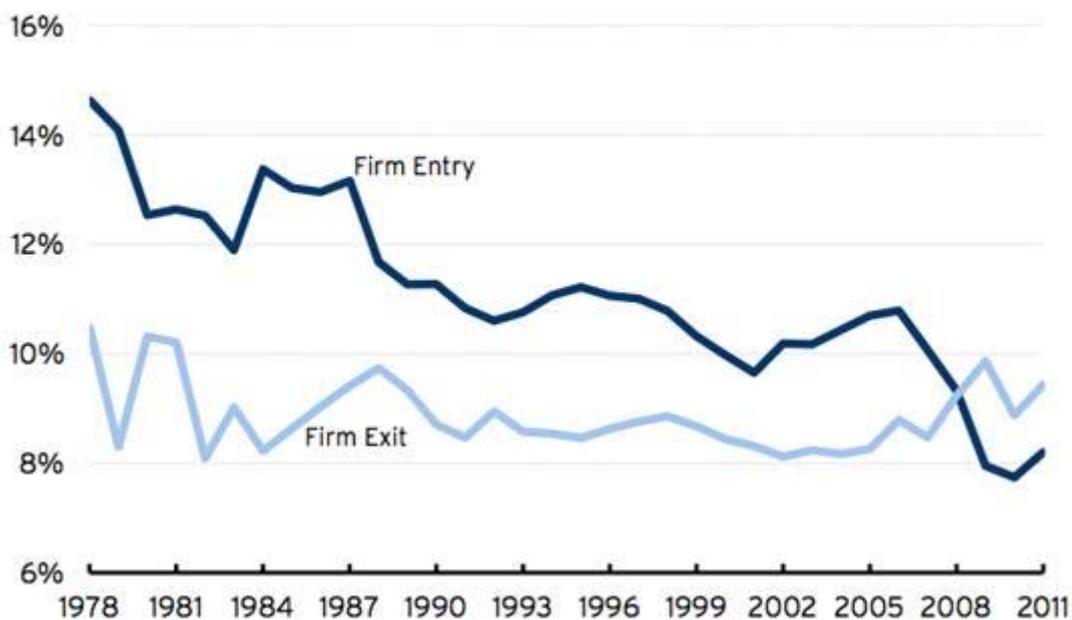
11.2.17.

Is the dynamism of the US-economy a myth? At least since 2008 firm exits outnumber entries. Can Trump reverse this trend?

Source <https://www.brookings.edu/research/declining-business-dynamism-in-the-united-states-a-look-at-states-and-metros/>

Figure 1.

The U.S. economy has become less entrepreneurial over time
Firm Entry and Exit Rates in the United States, 1978-2011



Source: U.S. Census Bureau, BDS; authors' calculations

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Hermann Simon

Honorary Chairman

Ein Mythos nicht unbedingt.

Aber etwas, das sicherlich nicht ein Problem der letzten Zeit ist, sondern ein saekularer Trend wie Sie sehen. Auch job turnover, ein anderes Mass fuer dynamism, hat diesen langen downward Trend. Alles sehr schoen gezeigt von Davis und Haltiwanger.

Mein zukuenftiger Kollege Ben Pugsley hat dazu ein Papier, das die alternde Bevoelkerung in den USA dafuer verantwortlich macht.

Larry Summers wuerde wohl die zunehmende Oligopolisierung der US Wirtschaft dafuer verantwortlich machen.

Ich frage mich, wie sehr eine Veraenderung der optimal scale in einer winner-takes-all Oekonomie das erklaren kann. Google und Consorten scheinen ja weiterhin dynamisch zu sein.

HG

RB

Lieber Herr Uhlig,

ich war drei Tage unterwegs, daher antworte ich erst jetzt. Ich hatte mich nicht auf die Makroökonomien dieser Runde bezogen, sondern auf die Makroökonomien allgemein, vor allem auch die, die sich an den internationalen wirtschaftspolitischen Diskussionen der letzten zwanzig Jahre beteiligt haben. Und da gibt es genügend Literatur, die den Terminus "Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaft" ganz selbstverständlich gebraucht - und das sowohl in Artikeln in A+ - Zeitschriften als auch in wirtschaftspolitischen Analysen.

Sie sind zwar selbst ein Freshwater Economist, doch gehe ich davon aus, dass Sie auch die Arbeiten von Olivier Blanchard kennen, bei dem dieser Topos regelmäßig auftaucht, übrigens analytisch durchaus korrekt, wenn man sich auf veränderte Semantik einlässt, und auch schon lange vor seiner Zeit beim IWF. Oder ist ein neokeynasianischer Saltwater Economist wie Blanchard nach Ihren Standards kein richtiger Makroökonom?

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

13.2..17

Liebe Kollegen,

in den nächsten Tagen halte ich Vorträge vor dem Industrieclub Düsseldorf und der Deutschen Nationalstiftung in Stuttgart. Dabei spreche ich auch die These "Deutschland exportiert nichts" an.

Dazu habe ich folgende Frage: Was wäre, wenn es keine Handelsstatistik für Deutschland gäbe? Man könnte zum Beispiel einfach auf die Erhebung der Daten verzichten. Oder man könnte diese Statistik nur für die Europäische Union ausweisen, oder nur für Bundesländer. Gibt es heute ein Problem eines Handelsungleichgewichtes zwischen Bayern und Baden-Württemberg? Gab es vor 100 Jahren eine solche Bilanz? Letztere Frage geht insbesondere an Carl-Christian von Weizsäcker, als Urenkel des letzten Ministerpräsidenten des Königreiches Württemberg.

Ginge man auf die EU-Ebene, so würde der deutsche Handelsüberschuss einfach nicht mehr "existieren". Ich weiß nicht, wie die Bilanz zwischen EU und USA aussieht. Vermutlich ist sie weniger unausgeglichen als diejenige zwischen D und USA. Natürlich blieben die Folgen von Ungleichgewichten auf der Unternehmensebene gleich. Die Unternehmen, die Überschüsse aus einzelnen Ländern/Währungsgebieten erzielen, würden diese dort in Form von Investitionen, Firmenübernahmen, Immobilienerwerben im Defizitland etc. anlegen. Oder in dummen Formen wie IKB-Käufen von amerikanischen Ramschanleihen oder Commerzbank-Krediten an griechische Kreditnehmer. Zwischen Währungsräumen gäbe es durch Auf-/Abwertungen entsprechende Anpassungen.

Vielleicht kann mir jemand von Ihnen die "dumme" Frage, was passierte, wenn es keine deutsche Handels- bzw. Leistungsbilanz mehr gäbe, beantworten. Würde dann die Basis für den politischen Druck entfallen? Leider wäre auch mein schöner Aufhänger, nämlich unsere Exportperformance weg. Aber das würde ich verkraften.

Danke im Voraus und beste Grüße

P.S. Als ich vor einem Jahr anlässlich eines Vortrages zum ersten Mal von der Deutschen Nationalstiftung hörte, war ich zunächst skeptisch-zurückhaltend, stellte dann aber fest, dass diese Initiative im Hinblick auf nationalistische Tendenzen unverdächtig ist. Sie wurde von Helmut Schmidt gegründet und beschäftigt sich mit der deutschen Identität. Mein Thema: Ist der Mittelstand ein Kernelement der deutschen Identität? Ich bejahe diese Frage. Meinen entsprechenden Vortrag sende ich Ihnen separat zu.

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Hermann Simon

Honorary Chairman

Lieber Herr Simon,

innerhalb eines integrierten politischen Gemeinwesens mit einheitlichem Steuer- und Sozialsystem und politisch konsentierten fiskalischen Ausgleichsmechanismen werden allfällige Differenzen der regionalen Leistungsbilanzen im politischen Prozess verarbeitet – durch zentralstaatliche Regionalpolitik, Arbeitsmarktpolitik, Steuerpolitik etc.. Im Effekt also durch eine „Transferunion“ – denken Sie an die 3-4 % des BIP, die immer noch von West- nach Ostdeutschland transferiert werden.

Wenn die Eurozone ein Staat dieser Art wäre, wären die Leistungsbilanzen auch nur noch von „nachrichtlichem“ Interesse.

Beste Grüße

FW Scharpf

Sehr geehrter Herr Simon

Zu Ihrer Frage nach den nationalen Handelsbilanzen in der EU und den historischen Vorlagen aus dem Kaiserreich gibt es zwei Antworten, eine einfache und eine etwas tieferliegende.

Die erste, einfache: das Problem geht nicht allein dadurch weg, dass man die Zahlen nicht mehr veröffentlicht.

Die zweite: im Kaiserreich und schon zuvor im Zollverein ab 1834 wurden Binnenzölle und damit auch Daten über die Handelsströme nicht mehr erhoben. Aber es gab im Reichsbanksystem ein Verfahren des internen regionalen Zahlungsausgleichs.

Faktisch lief das darauf hinaus, dass die regionalen Reichsbankhauptstellen im damals reicheren Norddeutschland und Sachsen aus ihren Zahlungsüberschüssen die Defizite der süddeutschen, insbesondere der bayerischen Reichsbankfilialen abdeckten. Weil dieses System – wie später das Target-2-System der EZB – ein geschlossener Kreislauf war, fiel das nicht weiter ins Gewicht. Allein bei einer bayerischen Separation wären diese Ungleichgewichte zum Vorschein gekommen. Ein ähnliches Verfahren führte das ab 1914 bestehende Federal Reserve System ein, in dem regelmäßig die reichsten Mitgliedsbanken (zunächst New York und Richmond) zugunsten der ärmeren Banken um ihre Überschüsse erleichtert wurden und werden. Anders als im Goldstandard glichen sich die Überschüsse also nicht durch Goldbewegungen oder über die Kapitalbilanz aus. Es ist schon aus diesem Grunde historisch nicht ganz zutreffend, wenn man regelmäßig liest, die relative Stabilität des US-Dollars beruhe auf fiskalischen Transfers. Das System hat schon zuvor funktioniert, eben durch Gewinntransfers innerhalb des Zentralbanksystems.

Stellt sich die Frage, wie sich der regionale Handelsbilanzausgleich im deutschen Zollverein vor der Einführung der Währungsunion und in den USA vor der Gründung der Federal Reserve gestaltet hat. Lassen wir die USA hier beiseite, die vereinfachte Antwort wäre, durch häufige regionale Schuldenkrisen, später durch ein privates Nationalbankensystem mit sehr krisenanfälliger Ausgleichsfunktion. In Deutschland löste Bismarck das Problem vorläufig durch Subsidien an das hochverschuldete Bayern. Hier spielte die Ausgabenfreude der schlösserbauenden und kunstsammelnden Wittelsbacher eine Rolle, die in Bayern und mit denselben Konsumpräferenzen in Griechenland (!) herrschten. Der Reichseinigung ging unmittelbar das später eingelöste Versprechen eines bailouts an Ludwig II. voraus; als Gegenleistung trug der bayerische König in einem von Bismarck aufgesetzten Schreiben, dem Kaiserbrief, dem preußischen König die Kaiserwürde an.

Das Kaiserreich begann also als improvisierte Transferunion. Eine der tieferen Ursachen war der Niedrigzolltarif von 1834, der von den süddeutschen Staaten als unzureichend kritisiert und für eine anfängliche Desindustrialisierung verantwortlich gemacht wurde. Der Schutzzoll von 1879, bis in die Einzelheiten modelliert nach einem von den süddeutschen Staaten schon in der Revolution von 1848 eingebrachten Vorschlag, brachte eine teilweise Korrektur, schädigte aber trotz Ausgleichszahlungen die Exportinteressen der verarbeitenden Industrie. Auch damals exportierte „Deutschland“ nichts, wohl aber bestimmte staatliches Handeln das Spielfeld, auf dem private Akteure gegeneinander antraten. Es nahm damit ebenso wie heute erheblichen Einfluss auf deren Gewinnchancen und kannte bereits einen ausgeklügelten Ausgleichsmechanismus, um die Folgen der aus allgemeinpolitischen Erwägungen in Kauf genommenen Preisverzerrungen auf die sektorale und regionale Einkommensverteilung abzuschwächen.

Ich hoffe, das beantwortet insoweit Ihre Frage.

Mit besten Grüßen,

Albrecht Ritschl

=====

Dr. Albrecht Ritschl

Professor, Head of Department

Economic History Department

London School of Economics

London WC2A 2AE, UK

Lieber Herr Hellwig!

Da muß ich Ihnen recht geben! Hier (<https://piie.com/system/files/documents/pb16-14.pdf>) ist ein recht neuer Beitrag von Olivier Blanchard (den ich außerordentlich schätze), in dem er "competitiveness" von Ländern durchaus häufig erwähnt und dafür Empfehlungen abgibt. Er scheint dies vor allem auf das Preisniveau eines Landes insgesamt zu beziehen: bei klebrigen Preisen und Löhnen kann man wohl durch etwas mehr oder weniger Inflation viele der sonst brachliegenden Ressourcen dem Wettbewerb wieder zuführen: möglicherweise bezieht er sich hier vor allem auf Länder innerhalb der Euro-Zone, die ja per gemeinsamer Währung einen festen Wechselkurs zueinander haben.

Aber gut: vielleicht sollte man ihn da selbst direkt zu befragen.

Ansonsten bitte ich doch darum, die offenbar fehlerhafte Analyse von Herrn Simon nicht noch weiter zu beschönigen, sonst kommen wir hier ja gar nicht weiter. Auch Herr Simon scheint ja inzwischen den Fehler eingesehen zu haben.

Mit freundlichen Grüßen,

Harald Uhlig

14.2.17.

Lieber Herr Hellwig!

Vielen Dank also noch einmal für den Verweis auf Olivier Blanchard und seine Verwendung des Begriffs "Wettbewerbsfähigkeit" (competitiveness): damit haben wir doch wenigstens einen Anknüpfungspunkt, eine Diskussionsgrundlage, etwas, in das man sich etwas hineindenken kann!

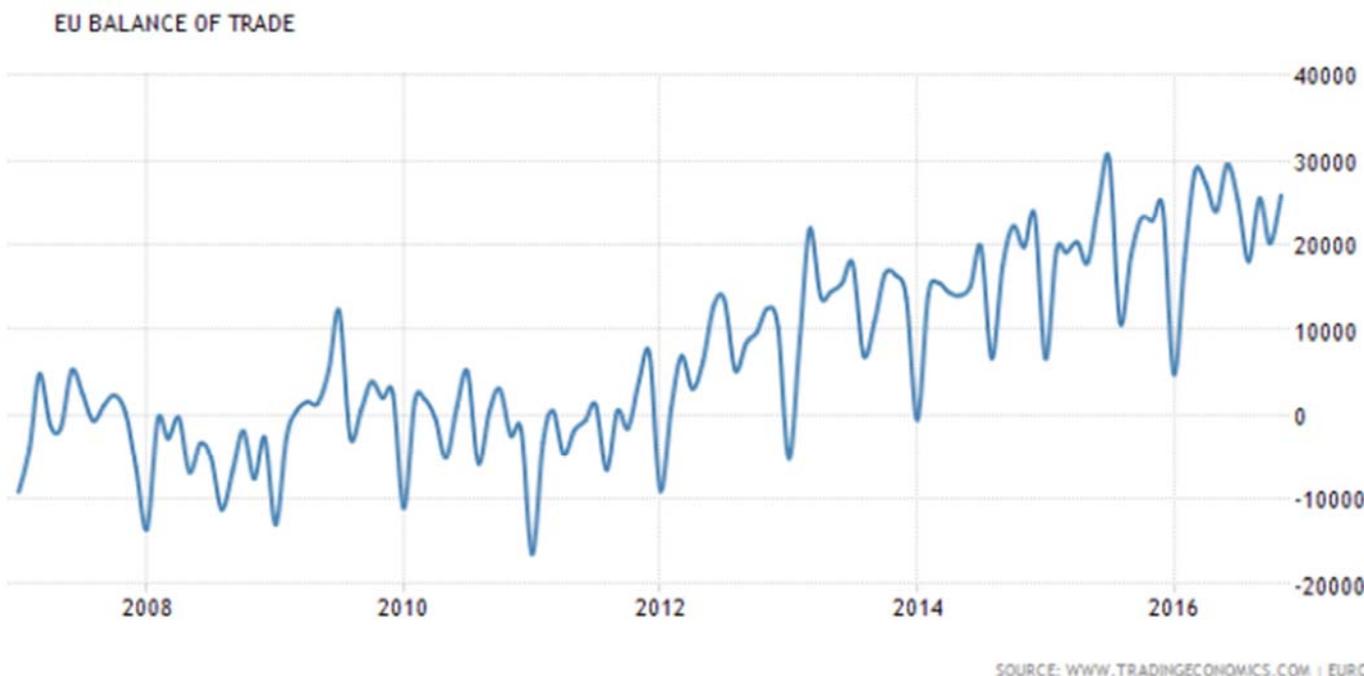
Ich vermute einmal, aus Blanchards Sicht sind in manchen Ländern der Eurozone das Lohnniveau (oder Preisniveau? Ich denke eher, das Lohnniveau) relativ hoch oder relativ niedrig. Das macht dann die Produktionskosten relativ hoch oder relativ niedrig, und erzeugen damit einen Wettbewerbsnachteil bzw Wettbewerbsvorteil des Landes insgesamt. Lohnverhandlungen erfolgen ja in der Regel recht zentral für ein ganzes Land, nicht nur für eine einzelne Firma. Die Arbeitsmarktsituation im Land insgesamt hängt zudem von der Arbeitsmarkt- und Wirtschaftspolitik des Landes ab, nicht nur von einzelnen Firmen. Insofern ist doch der Blick auf das Land und nicht nur auf die einzelne Firma durchaus berechtigt.

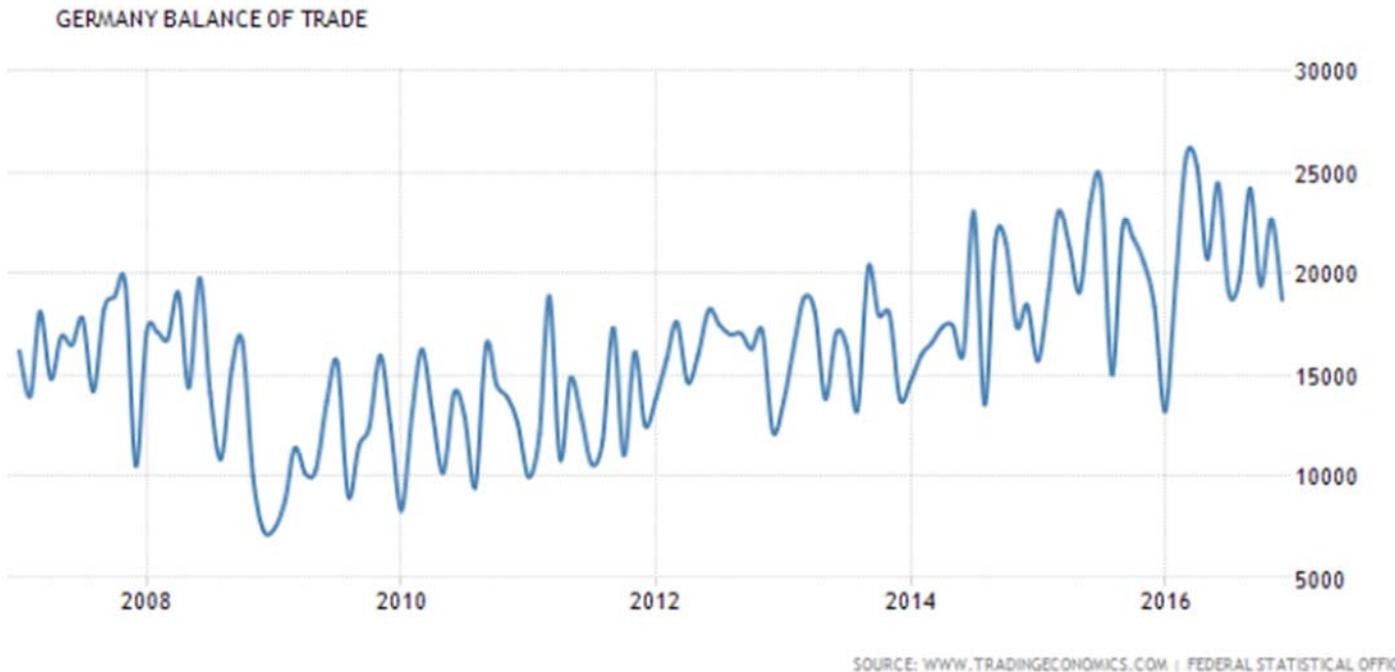
Schaut man sich die Export-Überschüsse im Euro-Raum gegenüber den Export-Überschüssen Deutschlands in den letzten 10 Jahren an, so ergeben sich die beiden folgenden Bilder (Quelle:

<http://www.tradingeconomics.com/germany/balance-of-trade>

<http://www.tradingeconomics.com/euro-area/balance-of-trade>

):





Was dabei auffällt ist, daß der Export-Überschuß der Eurozone in den ca. letzten zwei Jahren fast ausschließlich der Export-Überschuß Deutschlands ist. Davor war zwar der Export-Überschuß Deutschlands positiv (und etwas niedriger als jetzt), aber der Export-Überschuß der Eurozone war Null.

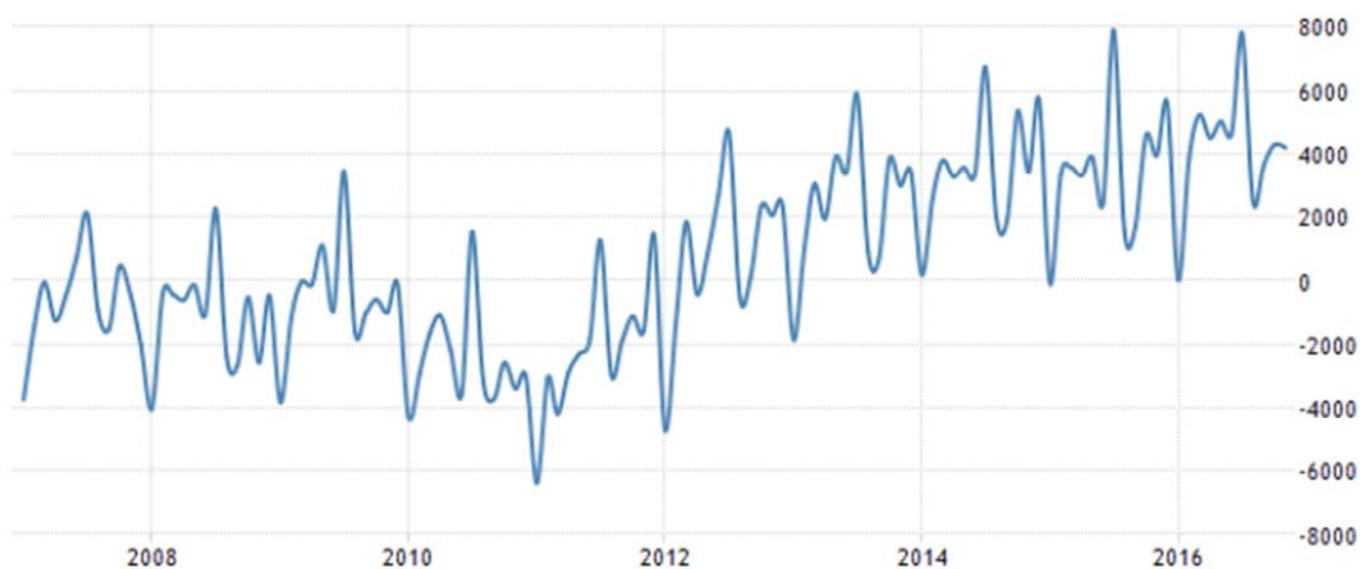
Der Süden Europa importiert also inzwischen etwas weniger, also zuvor. Die Einzelbilder zu Italien (inzwischen Netto-Exporteur), Frankreich, Spanien, Griechenland, Portugal (allesamt immer noch Netto-Importeure) sind unten. Insbesondere Griechenland ist interessant: dort wird immer noch mehr importiert, als exportiert. Faszinierend, denn normalerweise muß man sich ja dafür Geld leihen, oder? Soviel zum "Austeritäts-"Märchen, aber das ist Thema für ein anderes mal.

Ich denke, im Sinne Olivier Blanchards, ergibt sich daraus ein Bild, daß Deutschland innerhalb der Eurozone immer noch wettbewerbsfähiger ist (also relativ geringere Produktionskosten hat), als die südlichen Länder, auch wenn diese aufgeholt haben.

Warum nun die Euro-Zone INSGESAMT einen Netto-Export-Überschuß hat, ergibt sich aus diesen Betrachtungen allerdings nicht.

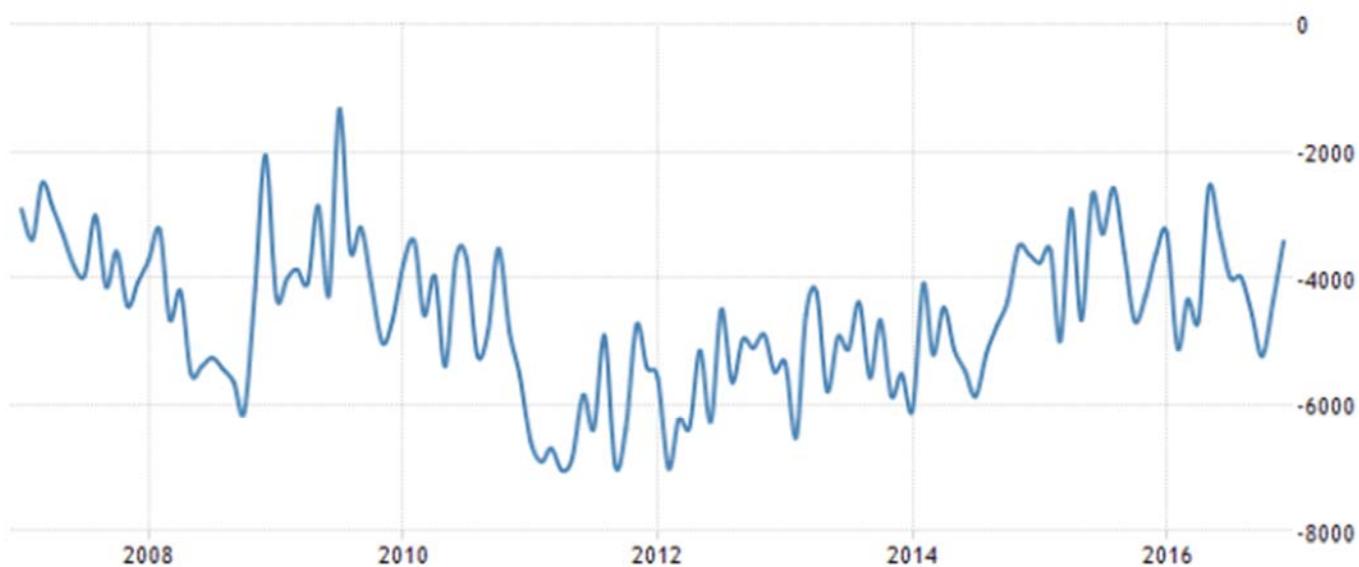
Was meinen Sie? Ist diese Sichtweise nun so ganz falsch? Warum (wenn das die richtige Interpretation von Blanchards Ansichten sind) darf Herr Blanchard denn hier nicht von "Wettbewerbsfähigkeit" der Länder reden?

ITALY BALANCE OF TRADE



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | NATIONAL INSTITUTE OF STATISTICS (ISTAT)

FRANCE BALANCE OF TRADE



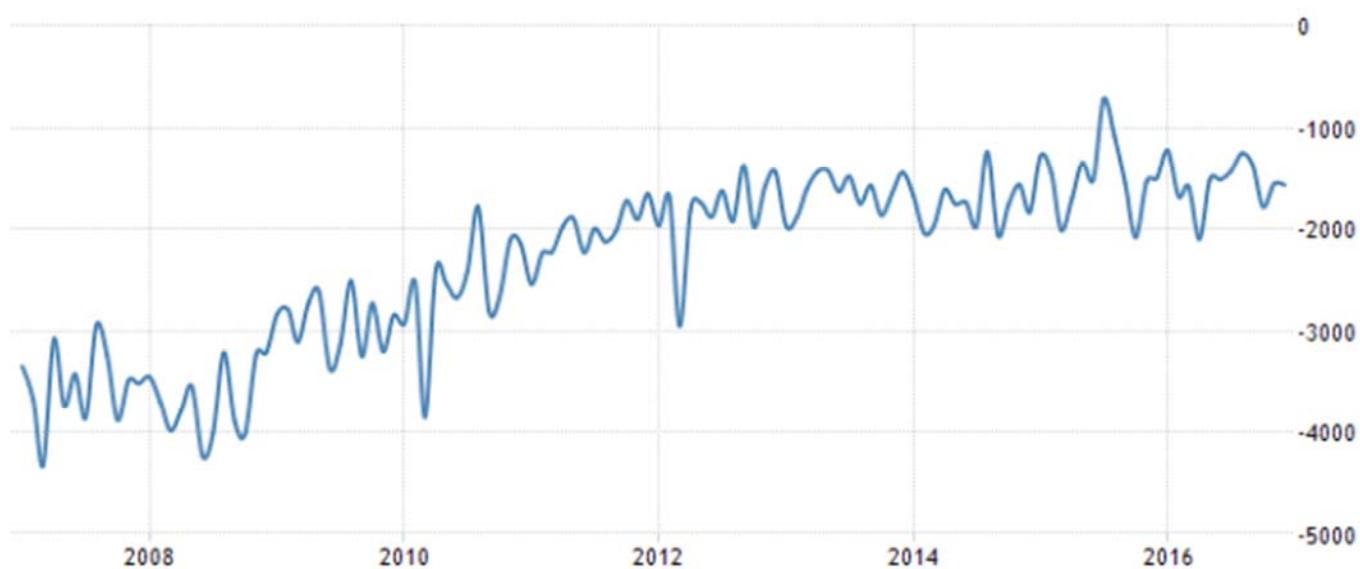
SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE ET DES FINANCES

SPAIN BALANCE OF TRADE

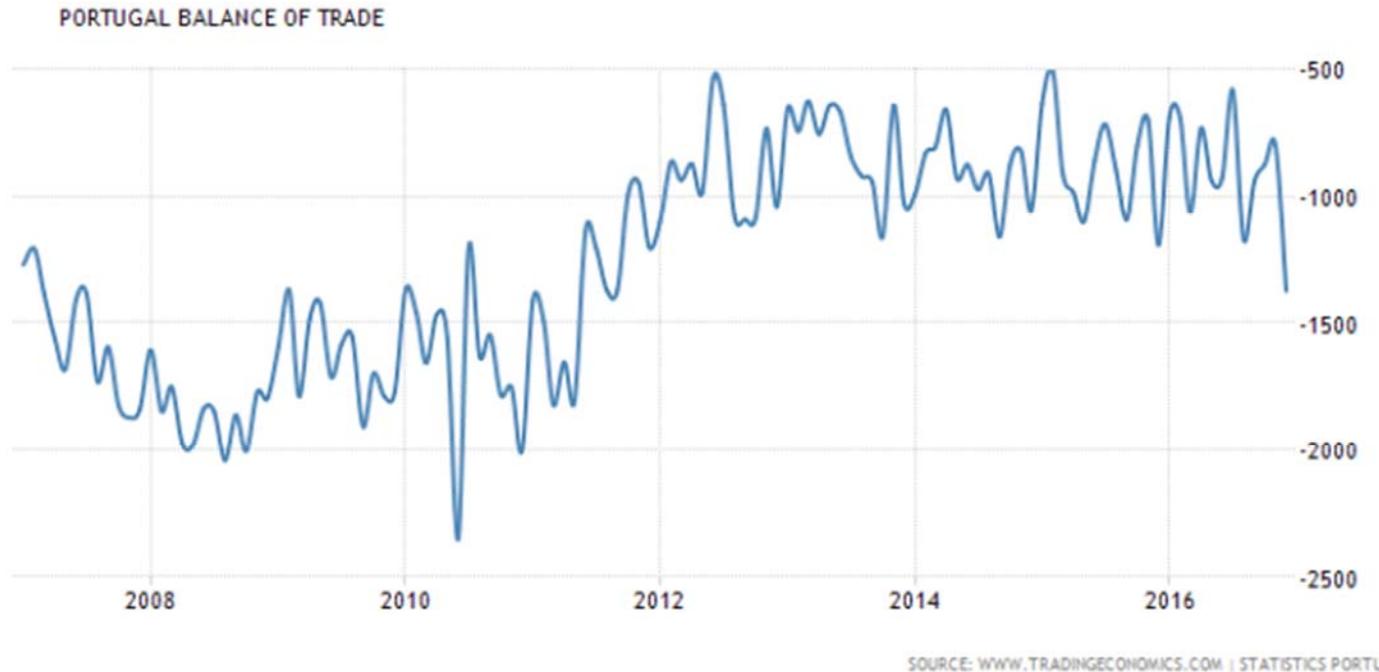


SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | MINISTERIO DE ECONOMIA Y COMPETITIVIDAD

GREECE BALANCE OF TRADE



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | NATIONAL STATISTICAL SERVICE OF GREECE



Quellen:

<http://www.tradingeconomics.com/italy/balance-of-trade>

<http://www.tradingeconomics.com/france/balance-of-trade>

<http://www.tradingeconomics.com/spain/balance-of-trade>

<http://www.tradingeconomics.com/greece/balance-of-trade>

<http://www.tradingeconomics.com/portugal/balance-of-trade>

MfG,
Harald Uhlig

Lieber Harald,

Gerade bei Ländern mit großem Tourismussektor wie Griechenland, Portugal und Spanien scheint mir die Leistungsbilanz die geeignetere Statistik, oder? Und da weißt Griechenland wie Portugal einen Überschuß in den letzten Jahren auf - vor allem in den Sommermonaten. (Gut darin sind auch Transfers)

Die Überschüsse der Eurozone ggü. dem ROW werden dann übrigens etwa doppelt so groß.

Beste Grüße

Christian (Bayer)

Lieber Herr Uhlig,

vielen Dank für Ihre Rückmeldungen. Sie treffen genau das, worum es Blanchard meiner Erinnerung nach geht, worüber auch der IWF und andere Institutionen in den vergangenen Jahren immer wieder geschrieben haben. Bei Blanchard empfehle ich übrigens auch Blanchard et al., Economic Policy April 1993, sowie Blanchard und Giavazzi, QJE 2003. Bei letzterem Papier geht es um die makroökonomischen Konsequenzen von Regulierung und Deregulierung in einzelnen Märkten.

In Sachen Semantik bin ich weniger duldsam als Sie es zumindest in Ihrer zweiten Antwort zu sein scheinen. Auch wenn bestimmte Politikmaßnahmen sich in der Leistungsbilanz widerspiegeln, sehe ich nicht, dass "das Land" als "Wettbewerber" auftritt. Herrn Simons Bemerkung, dass "Wettbewerb" etwas ist, das von den einzelnen Unternehmen betrieben wird, ist m.E. völlig richtig. Im übrigen haben wir die makroökonomischen Konsequenzen von Arbeitsmarktregulierung oder Lohnstarrheit auch in der geschlossenen Volkswirtschaft, wo das Thema "Wettbewerbsfähigkeit des Landes" gar nicht erst auftritt. Es würde daher der Sprachhygiene dienen, wenn man bei den makroökonomischen Phänomenen ein anderes Wort verwendete. Allerdings ist mir bewusst, dass es im öffentlichen Diskurs wirksamer ist, über die Wettbewerbsfähigkeit "unserer" Wirtschaft zu reden als über dysfunktionale Regulierungen u.ä.

Noch eine Anmerkung zu Herrn Simons Anliegen: So falsch, wie Sie das darstellen, ist das am Ende nicht. Wir sind uns einig, dass die von Herrn Simon angesprochenen mikroökonomischen Entwicklungen, ganz ähnlich Regulierung und Deregulierung in einzelnen Märkten, für den Leistungsbilanzüberschuss unerheblich sind, wenn Löhne, Preise und Wechselkurse sich entsprechend anpassen. Stellen wir uns aber vor, dass Löhne und Wechselkurse nicht voll flexibel sind. Dann werden Produktivitätssteigerungen von Unternehmen den Wettbewerbserfolg dieser UNternehmen in in- und ausländischen Märkten steigern. Wenn das für viele Unternehmen zutrifft, kann das auf die Leistungsbilanz durchschlagen. Ein Beispiel dafür bieten für Deutschland m.E. die Jahre 1967-69, als wir feste Wechselkurse hatten und in der Rezession abgeschlossene langfristige Tarifverträge. Ich könnte mir vorstellen, dass man auch die Jahre ab 2004 in diesem Sinn interpretieren könnte, denn die Tarifpolitik der Gewerkschaften war in dieser Zeit, wie in meiner früheren Mail schon erwähnt, sehr zurückhaltend. Das sind jetzt allerdings Aussagen über das Zusammenspiel von Lohn- und Preismechanismen mit den Entwicklungen auf mikroökonomische Ebene, nicht über letztere alleine.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Lieber Herr Hellwig,

das semantische Scharmützel um den Begriff der Wettbewerbsfähigkeit ist nicht zu gewinnen. In International Macro gibt es eine uralte Tradition, die „competitiveness“ schlicht als Synonym für den realen Wechselkurs verwendet (z.B. Buiters und Miller: Monetary Policy and International Competitiveness..., OEP July 1981). Der Begriff bezeichnet dabei das von realen Wechselkursbewegungen bewirkte expenditure switching, das ja zumindest vom Tradables-Sektor durchaus als Veränderung seiner Wettbewerbsfähigkeit erlebt wird und nicht unbedingt nur das Regulierungsumfeld reflektiert, sondern sehr wohl auch die makroökonomischen Weichenstellungen.

Eine tumbe Nullsummen-Vision der Weltwirtschaft, wie Sie heute wieder aufkommt, hat damit niemand verbunden. Also: Was Humpty Dumpty recht ist, ist der monetären Makroökonomik billig.

Lieber Herr Uhlig,

danke für die instruktiven Charts. Aber Achtung: Geld leihen muss sich ein Land nicht für ein Handelsbilanzdefizit, sondern für ein Leistungsbilanzdefizit. Ein solches haben derzeit weder Italien, Spanien noch Portugal, Griechenland gerade noch haarscharf. Warum hat nun die Eurozone insgesamt einen beträchtlichen Leistungsbilanzüberschuss? Dies scheint mir nicht so rätselhaft zu sein. Ich empfehle einen Blick auf die Entwicklung der Binnennachfrage der Eurozone seit der Großen Rezession zu werfen. Jedes mir bekannte makroökonomische Modell lässt erwarten, dass eine Kompression der Binnennachfrage die Leistungsbilanz aktiviert. Bestreitet jemand, dass die Schwäche der Binnennachfrage in Europa mit einer durchaus nicht „märchenhaften“, sondern sehr realen Austerität, vor allem in den Jahren 2010-2014, zu tun hatte?

Beste Grüße,

Oliver Landmann

Lieber Herr Landmann,

mir ist natürlich bewusst, dass Sprachkritik ein Kampf gegen Windmühlen ist. Es ist aber hilfreich, wenn alle Beteiligten wissen, dass ein Wort in verschiedenen Kontexten in verschiedenen Bedeutungen gebraucht wird und dass eine Diskussion, die mehrere dieser Kontexte gleichzeitig berührt, leicht durch Missverständnisse belastet wird.

Im übrigen, ein derartiger Umgang mit der Semantik war Humpty Dumpty zwar recht, aber nicht billig. "When I make a word do a lot of work like that, I always pay it extra."

Mit besten Grüßen,

Martin Hellwig

Lieber Martin, lieber Oliver Landmann – für mich ist der wichtigste Grund dafür, dass wir in der Ökonomik mathematische Modelle verwenden, dass man dann dem Problem entgeht, über das hier diskutiert wird: Worte decken oft heterogene Objekt-Ansammlungen ab. Das bietet die Chance, Widersprüchlichkeit im eigenen Argument zu verdecken, indem man in einem Text dasselbe Wort an verschiedenen Stellen verwendet, obwohl damit eigentlich unterschiedliche Objekt-Ansammlungen gemeint sind. Und der Erfinder von Humpty Dumpty hat sich genau daraus einen Spaß gemacht. Als Logiker wusste er da sehr gut, was er tat.

Im Übrigen, Oliver Landmann: wie recht Sie haben mit dem, was Sie Harald Uhlig geschrieben haben. Also, wir haben beide doch was gelernt bei Gottfried Bombach.

Grüße

Christian von Weizsäcker

