

E-Mail-Debatte August 2015 über den negativen natürlichen Zins

Vorbemerkung. Im Folgenden habe ich die Mails der Debatte kopiert, die aus meiner ursprünglichen Kritik an dem Jenaer Allianz Aufruf in der FAZ vom 31. Juli 2015 entstanden ist. Mails, die nur an mich, nicht an die anderen Adressaten gegangen sind, habe ich nicht mit einbezogen.

Ich darf Sie auf den heutigen Leitartikel von Herrn Braunberger in der FAZ aufmerksam machen, den – so denke ich – sowohl Herr Homburg als auch ich inhaltlich mittragen können.

Bonn, 21. August 2015 CCvW

31.7.15 Einige der Adressaten dieser Mail sind Mit-Verfasser des heutigen FAZ-Artikels der Jenaer Allianz. Da einige dieser Verfasser ja der geistigen Welt Friedrich Augusts von Hayeks nahestehen, rufe ich der Jenaer Allianz hier nur zu: welche „Anmaßung von Wissen“! Ich werde vielleicht zu einem späteren Zeitpunkt der Logik dieses Artikels noch etwas genauer nachspüren. Heute nur ein Beispiel: die Verfasser „wissen“ offenbar, dass Zinsanhebungen der Zentralbank zu steigenden Realinvestitionen des privaten Sektors führen (vgl. letzter Absatz). Offen gestanden würde ich gern mal das mathematische Modell sehen, aufgrund dessen sich die Autoren diese Selbstsicherheit zutrauen. Bitte beachten Sie in diesem Zusammenhang auch die empirische Tatsache, dass das private Realkapital wertmäßig zu 80 % oder mehr aus Immobilien besteht.

Beste Grüße

Carl Christian von Weizsäcker

Ist ja interessant. Gibt es das, fuer uns Auslaender, auch irgendwie online oder nur in der Printausgabe?

HG

Rüdiger Bachmann

1.8.15

Liebe Diskussionsteilnehmer – vor einigen Tagen hatte ich Ihnen einen kurzen kritischen Kommentar zu einem in der FAZ am vergangenen Freitag gedruckten Aufruf von Teilnehmern der sog Jenaer Allianz zugeschickt. Dort wurde ja dargelegt, wer alles Schaden trägt, wenn die Zinsen so niedrig sind – und es wurde gar die Gefahr für unsere demokratisch-marktwirtschaftliche Ordnung wegen der niedrigen Zinsen beschworen. So seien insbesondere die Verteilungseffekte verheerend, weil die reichen Schichten sich den niedrigen Zinsen entziehen können, zumal wegen der damit einhergehenden Preissteigerungen für Realvermögen und Beteiligungen. Währenddessen seien die Besitzer kleiner Vermögen auf die Anlage in festverzinslichen Werten angewiesen, die durch die niedrigen Zinsen benachteiligt werden. Auch die Institutionen der Altersvorsorge (Lebensversicherungen, Betriebsrentensysteme etc.) seien stark gefährdet. Es kommt zu einem „Prekariat“ wegen zu niedriger Zinsen, nicht etwa wegen zu niedriger Löhne! Es wurde der EZB die

„Schuld“ an diesen niedrigen Zinsen zugeschrieben: durch ihre „Niedrigzinspolitik“. Es gebe in der Zentralbankpolitik (nicht nur der EZB) eine Asymmetrie: erfordert die Konjunktur Zinssenkungen, so werden diese immer durchgeführt, erfordert die Konjunktur eine restriktivere Geldpolitik mit Zinsanhebungen, so unterließen die Zentralbanken diese häufig. Das führe zur „Financial Repression“ und eben zu den Schäden einer Niedrigzinspolitik. Zu diesen gehören gemäß diesem Artikel auch, dass die Selektionsfunktion der Banken bei der Kreditvergabe außer Kraft gesetzt werde, indem nun auch solche Antragsteller Kredit bekommen oder vorhandene Kredite verlängert bekommen, die mit ihrer Kapitalverwendung nichts zum wirtschaftlichen Fortschritt und zu Innovationen beitragen, während dadurch zugleich die Finanzierung von Innovationen und Firmenneugründungen an der Zurückhaltung eben dieser Banken scheitere. Schließlich wird in dem Aufruf für Zinsanhebungen plädiert, wodurch gemäß Aussage der Autoren die Investitionen angekurbelt werden!

Ich darf sagen, dass ich baff“ war, diesen Text unter der Autorenschaft so renommierter Institutionen wie dem Walter Eucken Institut oder dem Institut für Wirtschaftspolitik an der Universität Köln zu lesen. Bei genauerem Hinsehen fand sich allerdings unter den Personen, die als Autoren aufgeführt werden, weder der Direktor des Walter Eucken Instituts, Lars Feld, noch der Direktor des Instituts für Wirtschaftspolitik, Achim Wambach.

Was in diesem Artikel implizit vorausgesetzt wird, ist, dass der gleichgewichtige reale Weltmarkt-Kapitalzins höher liegt als der Leitzins der EZB. Woher wissen das die Autoren? Herkömmlich entspricht seit Wicksell einem zu niedrigen Zentralbankzins eine Tendenz zur Inflation, mehr noch – bei gegebenem Zentralbankzins – eine Tendenz zur Inflationsbeschleunigung. Davon ist aber nichts zu sehen, sofern man richtigerweise die Preissteigerungen der zinsinduzierten Steigerungen der Realvermögenspreise außer Acht lässt. (Würde man diese in die Messung der Inflation einbeziehen, käme dies bekanntlich einer Doppelzählung gleich: Hauspreise+Mieten z.B.). Im Gegenteil: die offiziell gemessenen Preisindizes sind nach oben verzerrt. Man beachte nur, wie stark sich seit Ausbruch der Finanzkrise viele Gütermärkte noch stärker als früher in „Käufermärkte“ verwandelt haben. Aber auch die gemessene Preissteigerungsrate bleibt seit Jahren trotz der niedrigen Zinsen hinter den Zielwerten von knapp unter 2 % p.a. zurück. Auch bei den „Frühindikatoren“ für das Preisniveau, den Rohstoffpreisen, ist ja wahrhaftig nichts von Inflation zu sehen.

Nun kommt der Begriff des „Inflationspfropfs“ (6. Absatz von hinten gezählt). Irgendwie gibt es nach Ansicht der Autoren möglicherweise eine Art Inflationsstau. Obwohl die Geldpolitik zu Inflation hätte führen müssen, ist diese nicht eingetreten. Wenn sich dieser „Pfropf“ löst, ja dann wird diese Inflation nachgeholt- und wieder werden die Zentralbanken gemäß ihrer asymmetrischen Politik nicht hinreichend die Zinsen anheben.

Ich will nicht die Möglichkeit in Abrede stellen, dass die herkömmlichen makro-ökonomischen Auffassungen falsch sind, dass es vielleicht wirklich so ist, dass Zinsanhebungen der Zentralbank zu einem Investitionsschub führen. Indessen ist mir kein kohärentes Theoriegebäude bekannt, in dem derartige Ergebnisse herauskommen. Auch die sehr verdienstvolle Analyse Japans von einem der Unterzeichner, Gunther Schnabl, ist bisher nur Hypothese, die auf der Hoffnung aufbaut, dass aus einer Krise, die durch eine Yen-Zinsanhebung ausgelöst wird, wie ein Phönix aus der Asche ein Innovationsboom resultiert. Man beachte den Unterschied zur Schumpeterschen „schöpferischen

Zerstörung“. Bei Schumpeter zerstört die Innovation alte Strukturen. Bei Schnabl soll die Zerstörung Innovationen bewirken. Die herkömmliche Theorie könnte dieser Hypothese zum Beispiel die Beobachtung entgegensetzen, dass Japan vor Abenomics sich nicht getraut hat, den Export durch eine massive Yen-Abwertung zu stimulieren, um so den strukturellen Sparüberschuss exportieren zu können. Denn die USA, die, geopolitisch gesprochen, heute die (militärische) Schutzmacht Japans sind, hätten eine derartige Yen-Abwertung in Zeiten einer Krise in den USA selbst nicht toleriert. Und, wie Stefan Homburg in einer kürzlich an diesen Adressatenkreis versendeten Artikel zeigt, ist die Performance von Japan nicht schlechter als die der anderen Industrieländer.

Wie aber kann eine Zentralbank wie die EZB sich solchen Hypothesen von der investitionsfördernden Wirkung von Zinsanhebungen verschreiben, solange diese Hypothese nicht allgemein akzeptiert wird? Wie kann eine Zentralbank wie die EZB den mit Händen zu greifenden exportfördernden Effekt eines schwachen Euro durch eine Zinsanhebung zunichte machen? Wie kann eine Zentralbank wie die EZB bei horrenden Jugendarbeitslosigkeitsraten sich zu einer Politik des „gesetzlichen Mindestzins“ verpflichten? Liberale Ökonomen haben zu Recht immer gegen eine Politik des gesetzlichen Mindestlohns plädiert – und das, obwohl der Träger der John Bates Clark Medal für 1995, David Card, in seinen empirischen Arbeiten substantielle Zweifel an der arbeitsplatzvernichtenden Wirkung von Erhöhungen des gesetzlichen Mindestlohns begründet hat. Und jetzt also ein „gesetzlicher Mindestzins“?

Anbei schicke ich Ihnen einen Brief an das Mitglied des wirtschaftspolitischen Ausschusses des VfS, den Staatsrechtler Paul Kirchhof, den ich ihm geschrieben hatte, als er sich dahingehend äußerte, die Geldpolitik der EZB widerspreche dem grundgesetzlichen Schutz des Eigentums.

Beste Grüße

Carl Christian von Weizsäcker

Liebe Diskussionsteilnehmer,

vor dem Hintergrund der Nachricht von Herrn von Weizsäcker möchte ich nochmals ausdrücklich darauf hinweisen, dass das Walter Eucken Institut und nicht nur ich persönlich diesen Artikel der Jenaer Allianz nicht unterschrieben und nicht mitgetragen haben. Wir halten die Argumentation im FAZ-Artikel aus verschiedenen Gründen, die nicht unbedingt kongruent mit den Weizsäcker'schen Argumenten sind, für nicht stichhaltig.

Mit besten Grüßen

Lars P. Feld

Lieber Herr von Weizsäcker,

ich bin schon sehr gespannt auf Ihren Vortrag in Münster. Ich werde dort ja zu einem ähnlichen Thema vortragen, wenn auch rein theoretisch.

Zu Ihrer Kritik an dem FAZ-Artikel fällt mir spontan folgendes ein bzw. auf:

- expansive Geldpolitik kann durchaus sowohl Deflation als auch Inflation bewirken, denn einerseits steigt die Geldmenge, andererseits aber wegen der niedrigeren Zinsen ggfs. auch das reale BIP und die Kassenhaltungsneigung. Es kommt darauf an, welcher Effekt überwiegt (das sagt auch mein Modell).

- wir beobachten durchaus Inflation, allerdings bisher nur auf den Vermögensmärkten, vgl. dazu z.B. den neuen Vermögensindex von Thomas Mayer (Flosbach und Storch)

- dass die aktuellen Niedrigzinsen maßgeblich auch auf die Geldpolitik zurückzuführen sind und nicht nur auf demografisch bedingte Überspareffekte, scheint mir evident. Denn demografische Entwicklungen vollziehen sich sehr langsam, die Niedrigzinsen sind aber nach der Finanzkrise sehr plötzlich aufgetreten und waren auch von entsprechenden geldpolitischen Aktionen begleitet.

- wieso allerdings höhere Zinsen mehr Investitionen hervorrufen sollen, erscheint auch mir schleierhaft. Und ein gesetzlicher Mindestzins ist natürlich Unfug. Spannender ist die Frage, ob und wie wir eine zinsneutrale Geldpolitik überhaupt definieren können und ob sie irgendwelche normativen Gesichtspunkte für sich hätte. Damit werde ich mich in meinem Vortrag in Münster beschäftigen (Paper dazu hängt an).

Beste Grüße an alle aus Münster

Ulrich van Suntum

PS: Vielleicht interessiert Sie auch mein heutiger Gastkommentar zu den Griechenlandkrediten in der WELT. Das scheint mir derzeit die politisch vordringliche Problematik zu sein.

Lieber Herr von Weizsäcker,

ich hatte im Anschluß an Ihre erste Email zur Jenaer Allianz nachgedacht, was ich davon halte. Hier meine Einschätzung:

1. Nach allen mir bekannten theoretischen Modellen ist es nicht vorstellbar, daß eine Zinserhöhung durch die EZB das Investitionsvolumen steigert. Hierin stimmen wir völlig überein.

2. Beruht die geringe Kreditnachfrage nicht auf einem Mangel an rentablen Projekten, sondern auf einem Mangel an Sicherheiten, also Kreditrationierung, dann würde eine Zinsanhebung das Investitionsvolumen unverändert lassen. So hatte ich in meinem Japan-Papier argumentiert: <https://ideas.repec.org/p/han/dpaper/dp-557.html>

3. In einem interessanten aktuellen Papier argumentieren Döttling und Perotti, der "lack of collateral" könne durch einen Technikwandel verursacht sein, wobei Unternehmen mehr intangibles und weniger tangibles einsetzen. Intangibles sind schlecht verpfändbar und erfordern Eigen- statt Fremdkapital: <https://ideas.repec.org/p/tin/wpaper/20150079.html>

4. Hierzu paßt sehr gut der empirische Befund von Knolle, daß die durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) seit 2008 eher gestiegen und

nur die Zinsen gesunken sind: <https://ideas.repec.org/p/prs/mprapa/59520.html>  
insbesondere Seite 52.

Herzliche Grüße  
Ihr Stefan Homburg

Liebe Kollegen –

Von mir auch ein paar lose Gedanken:

- 1) Ist das wirklich so offensichtlich mit den Zinsen und den Investitionen? Zunaechst einmal habe ich noch nie so genau verstanden, warum man bei der Konsumnachfrage und den Zinsen immer davon ausgeht, das der Substitutionseffekt ueberwiegen soll, vor allen Dingen bei nahezu als permanent wahrgenommenen Zinssenkungen. Wenn ich die Jenaer richtig verstehe (oder jedenfalls kann man sie vielleicht so interpretieren) argumentieren sie ueber den Vermoegenseffekt von (nahezu permanenten) Zinssenkungen, dessen Effekt auf den aggregierten Konsum doch von sehr vielen Dingen abhaengt, z.B. der Vermoegensverteilung. So, also wenn die langfristige Zinselastizitaet des aggregierten Konsums schon mal nicht theoretisch bestimmbar ist – kann dann nicht auch bei den Investitionen vieles passieren, vor allem dann, wenn die direkte Zinselastizitaet der Investitionen zwar negativ, aber klein im Absolutwert ist (man muesste sich mal genauer die empirischen Arbeiten dazu anschauen, aber es scheint doch so zu sein, dass die nicht allzu gross ist). Das ist natuerlich kein ausgearbeitetes Modell, aber es scheint mir doch sehr viel von einigen Elastizitaeten abzuhaengen, ueber die wir vielleicht nicht allzu viel wissen.
- 2) Verstehen wir wirklich so genau, was bei der Bankenintermediation abgeht? Aber es ist natuerlich so, dass die Jenaer mal ein mikrofundiertes Modell ausarbeiten muessten, dass durch diverse Kapitalmarktfriktionen dazu fuehrt, dass bei Niedrigzinsen nicht nur mehr schlechtere Projekte ausgewaehlt werden (das ist ja geradezu gewollt so), sondern dass das auch dazu fuehrt, dass durch suboptimale Kapitalreallokation, die guten Projekte weniger Kapital bekommen. Das ist ein interessanter Gedanke, bedarf aber der Ausarbeitung.
- 3) Auf der anderen Seite ueberrascht mich natuerlich auch die Aufregung der Jenaer, denn – ist es denn so klar, dass die Zentralbanken in der langen Frist ueberhaupt den Realzins bestimmen koennen? Geschieht das nicht in unseren Modellen (auch den Neokeynesianischen) durch die Zeitpraeferenzrate und die Wachstumsrate oder (in Modellen unvollstaendiger Maerkte) z.B. durch das reale Angebot an Staatsanleihen durch die Regierung, also Fiskalpoliitk? In diesem Zusammenhang eine Frage: wie verhaelt sich diese Diskussion ueber „paradoxe“ Investitionswirkungen von Zinserhoehungen zu der Neofisherian Diskussion, die aktuell in den USA zwischen Cochrane, Schmidt-Grohe und anderen Kritikern des Neokeynesianischen Modells und Woodford und seinen Leuten gefuehrt wird und in der es um paradoxe Inflationswirkungen von Zinserhoehungen geht, weil eben in der langen Frist die Fishergleichung gilt?

Herzliche Gruesse

RBachmann

Liebe Herr von Weizsäcker,

ich bin kein Mit-Autor des FAZ Artikels, kann Ihnen aber vielleicht bei Ihrer untenstehenden Frage nach Modellen noch etwas Material liefern.

Tatsächlich sind scheinbar paradoxe Zusammenhänge zwischen Nominalzins und Wachstum in der Nähe der Nominalzinsuntergrenze nicht so ungewöhnlich.

Hier mal zwei Beispiele:

- Meine früheren Fed-Kollegen Stephanie Schmitt-Grohe und Martin Uribe (jetzt Columbia) argumentieren in der Tat dafür, dass die Fed die Zinsen erhöht, um einer Liquiditätsfalle zu entkommen. Anbei ihr Papier von 2013 mit einem Modell, das durchaus in die Standardklasse von Modellen fällt, die an Notenbanken verwendet werden.

- Der von Lars Svensson schon lange propagierte "Fool-proof way out of the liquidity trap" würde im Zuge der Festlegung eines Festkurses ebenfalls zu einem Zinsanstieg führen. Und dazu parallel einem Anstieg von Inflation und Wachstum, höherem Konsum und höherer Investitionsnachfrage. Eine beispielhafte Simulation dieser Strategie aus einer kurzen Note von Günter Coenen und mir in der AER 2004 habe ich unten einkopiert (Papier anbei). Dabei haben wir ein standard neu-keynesianisches Modell mit nominalen Rigiditäten und rationalen Erwartungen verwendet.

- meine Arbeiten mit Orphanides zur optimalen Politik bei Nullzins und quantitativer Lockerung unterstützen dagegen eher die von der Fed und jetzt auch der EZB gefahrenen "lower for longer" Strategie, die Sie ebenfalls zu begrüßen scheinen. Ich befürchte jedoch, dass man es damit übertrieben hat. Das kommt auch in unserem Kapitel aus dem letzten SVR Jahresgutachten zur Geldpolitik im Euro Raum zum Ausdruck (ebenfalls beigefügt). Dort haben wir versucht die Argumente möglichst allgemeinverständlich zusammenzufassen.

beste Grüsse, Volker Wieland

Also, ich bin in dieser Debatte eher bei Christian von Weizsäcker, und Rüdiger Bachmann hat das ja auch nett gesagt. Normalerweise dienen Zinsanhebungen der Zentralbank dazu, die Inflation und die ökonomische Aktivität zu drosseln.

Na klar: man kann Modelle aufschreiben, die das Gegenteil liefern, und an der Liquiditätsfalle ist sowieso alles noch komplizierter: ich finde es wunderschön, dieser Debatte zusätzliche Substanz durch Verweis auf solche Papiere zu geben! Dabei darf man dann aber auch anmerken, daß es sehr ernstzunehmende Ökonomen gibt, die argumentieren, alle Länder in der Eurozone sollten sich mehr wie Griechenland verhalten, und bei hohen Schulden weiterhin geringe (negative?) Primärüberschüsse erzeugen: dann käme dadurch Inflation in Gang, auch ohne daß die EZB die Schulden monetarisiert (Stichwort: fiscal theory of the price level).

Das mag ja alles sein und, wer weiß, vielleicht ist es wirklich so! Eine substantive Debatte über Modelldetails in der Öffentlichkeit wäre ja wunderbar!

Aber: erst einmal scheint mir das Argument des Jenaer Aufrufs (so wie von Christian von Weizsäcker

beschrieben) weit davon entfernt. Dort scheint es sich so zu lesen, als wenn die Zentralbank magischerweise durch Anheben der Zinsen dauerhaft mehr für Sparer herauschlagen kann. Und zweitens, noch wichtiger: propagiert hier irgendwer ernsthaft und öffentlich (und nicht nur als Teil eines interessanten Forschungsprojektes), die EZB möge in der derzeitigen Phase die Zinsen anheben, weil die Situation so labil und die Inflation so niedrig ist und damit die Sparer wieder mehr vom Sparen haben? Oder propagiert irgendwer die oben beschriebene Lösung, "Griechenland für alle"? Der möge sich bitte melden!

In diesem Sinne habe ich die e-mail von Herrn von Weizsäcker verstanden.

Alles Gute, über den Teich,

Harald Uhlig

8.8. 15

Liebe Kollegen

Leider habe ich im Ausland keinen Zugang zur Jenaer Erklärung, da sie in FAZ Online nicht veröffentlicht wird.

Ich selbst sehe seit langem eine bivalente Rolle des Zinssatzes: (Hohe) Zinsen können Investitionen ausbremsen, gleichzeitig handelt es sich aber auch um einen maßgeblichen Kostenfaktor. Unter den Bedingungen einer starken Wettbewerbsintensität werden die Kostenersparnisse sinkender Zinsen an die Kunden weitergegeben - das erklärt die aktuelle Inflationsrate. Umgekehrt müsste die Inflationsrate steigen, wenn die Manipulation des Zinsniveaus nach unten beendet wird.

Dabei unterstelle ich natürlich, dass die EZB derzeit tatsächlich einen Einfluss auf das Zinsniveau nimmt, was aber angesichts ihres Aufkaufprogramms von Wertpapieren im Umfang von 60 Mrd. Euro monatlich kaum ernsthaft zu bezweifeln ist. Dass dieses Programm daneben keinen messbar positiven Einfluss auf das reale Investitionsvolumen hat, ist Folge seines Blasencharakters: Das EZB-Programm erzeugt Unsicherheit auf die lange Sicht ("Was passiert nach dem Ende des Programms?") und trägt damit zu den wirtschaftspolitischen Problemen der Gegenwart bei.

Die Unsicherheit ist auch Ausdruck der Tatsache, dass die These von CCvW über den säkular negativen (oder historisch tiefen) inflationsneutralen Realzins - sofern zutreffend - noch nicht von allen Marktteilnehmern akzeptiert bzw. verstanden wird und es auch noch wenige taugliche Rezepte dafür gibt, wie mit solch einem Säkulartrend umzugehen ist. Das scheint offenbar das Problem zu sein, welches dem (mir leider nicht bekannten) Jenaer Aufruf zugrunde liegt.

Viele Grüße

-----  
Prof. Dr. Georg Erdmann

Weder bin ich Mitglied der Allianz noch würde ich jedem einzelnen Punkt des Aufrufs uneingeschränkt zustimmen. Doch finde ich, dass sich die Diskussion so weit von dem Text entfernt hat, dass sie ihm nicht gerecht wird. Hier die beiden abschließenden Ansätze des FAZ Artikels:

Die langfristigen Risiken der ultralockeren Geldpolitik sind immens und nicht durch ungewisse kurzfristige wachstumspolitische Strohfeuer zu rechtfertigen. Je länger die Zinsen so niedrig sind und die Zentralbankbilanz wächst, desto größer wird der politische Druck auf die Zentralbank, die Politik kostenlosen Geldes fortzuführen. Wenn die Staaten zu lange an diesem Tropf hängen, werden sie die Droge am Ende nicht mehr freiwillig aufgeben. Wer dann noch für Vernunft und Nachhaltigkeit in der Wirtschaftspolitik wirbt, hat es schwer. Auch die EZB wird dann keine wirtschaftspolitischen Strukturreformen mehr erzwingen können, selbst wenn sie das wollte. Wie in Japan bleibt dann in Europa die Rückkehr in eine Welt mit positivem Zins dauerhaft versperrt.

Noch ist es nicht zu spät. Die Umkehr lohnt! Die Anpassungsprozesse, die durch eine schrittweise Zinserhöhung in Gang gesetzt würden, dürften weniger schmerzhaft sein, als von manchen erwartet: Der Anreiz zu Spekulation würde reduziert, der überdimensionierte Finanzsektor konsolidiert. Innovationen und Investitionen würden gestärkt. Wachsende Produktivitätsgewinne würden höhere reale Löhne und damit mehr Konsum ermöglichen. Wachsender Konsum wäre die Grundlage für mehr Investitionen. Staatsausgaben und Staatsverschuldung würden zurückgeführt. Mit einem geringeren Potential für negative Umverteilungseffekte von Arm zu Reich käme es zu weniger aufreibenden Verteilungskonflikten. Allein fehlt zurzeit wohl der Mut der politischen Eliten in Europa für diesen längst fälligen Schritt.

**Dr. Thomas Mayer**  
Founding Director

Mir scheint wieder Mal, es wird sich sehr viel Wissen angesammelt. Insofern stimme ich CCvW (und vor allem Harald Uhlig) zu. Leider wird man CCvW aber auch nicht ganz davon freisprechen können.

Da werden Blasen diagnostiziert (die auch schädlich sein sollen), schädliche Spekulation an den Finanzmärkten, alle möglichen unausgearbeiteten Theorien zum Zusammenhang zwischen Zinsen und Investitionen und Wirtschaftswachstum, und, das nun gegen CCvW (und Summers und die anderen Stagnationstheoretiker), die säkulare Stagnation und dass wir dauerhaft in einer negativen Realzinsperiode und das auch noch weltweit angekommen sind. Haben wir denn aus dem „This Time is Different“-Versagen nichts gelernt als scientific community?

-----  
Ruediger Bachmann

Lieber Herr Homburg

Vielen Dank für Ihren Hinweis auf die „Intangibles“. Mit diesem Ruf stoßen Sie bei mir auf einen großen Resonanzboden. In meiner mikroökonomischen Arbeit waren diese eines meiner Hauptthemen – auch in meiner Gutachtertätigkeit in kartellrechtlichen Fällen, zumal die Kartellbehörden sich mit dem Thema sehr schwer taten und tun. Mein Buch über Marktzuschränkungen (1980) hatte die Intangibles als eines der Hauptthemen. Ich hatte ja die Ehre, im Jahre 1980 die erste „Böhm-Bawerk-Vorlesung“ der Universität Innsbruck zu halten, in der ich mich mit Böhm-Bawerks Habilitationsschrift „Rechte und Verhältnisse in der volkswirtschaftlichen

Güterlehre“ auseinander setzte. Ich füge den entsprechenden Artikel von mir hier an. Ich bekam ein schönes Honorar, das gestiftet war von Herrn Swarowski, dem damaligen Inhaber und Leiter der Schmuckfirma aus der Nähe von Innsbruck, die über ein Produktionsgeheimnis verfügte, das sie groß gemacht hat. Swarowski ist kein typisch Tiroler Name: der Vorfahr, der die Erfindung gemacht hatte, stammte aus Böhmen, wo die Glasindustrie damals (im 19. Jahrhundert) führend war. Er floh Böhmen und ging ins Bauernland Tirol, um die potentiellen Industriespione abzuschütteln. Ein klassischer Fall von Intangibles. Es gibt übrigens einen schönen Artikel von Hayek “The Meaning of Competition“ (1946), in dem er – quasi im Vorgriff auf die Theorie der Märkte bei Informations-Asymmetrie (Akerlof, Sitglitz, Spence etc.) – darauf hinweist, dass Marken nicht wie die damals (und etwas abgeschwächt: auch heute) herrschende Lehre meinte, ein Wettbewerbshindernis sind, sondern im Gegenteil eine wettbewerbliche Problemlösung für das Problem der Informationsasymmetrie.

Nun aber zur makroökonomischen Seite des Phänomens. „Rechte und Verhältnisse“ sind in der Tat nicht oder doch nur schwer beleihbar. Warum eigentlich? Mit ihnen sind in der Regel Risiken verbunden, könnte man sagen. Aber bei genauerem Hinsehen ist das nicht ganz so einfach. Das will ich aber hier nicht vertiefen. Eine Rolle mag spielen das schon von Böhm-Bawerk so erkannte Doppelzählungsproblem. Erinnern Sie sich an den Enron-Skandal? Ich war damals an der Sache auch deshalb interessiert, weil einer meiner besten Mitarbeiter im Energie-Institut bei Enron-Deutschland anheuerte, einer durchaus honorigen und kompetenten Truppe, die den Wettbewerb im Energiemarkt hierzulande stimulierte. Was die Muttergesellschaft in den USA bei der Bilanzierung machte, war folgendes: immer, wenn Enron einen langfristigen Energie-Liefervertrag akquiriert hatte, aktivierte sie den Gegenwartswert des Stroms der daraus zu erwartenden Deckungsbeiträge. Aber: „Das tut man nicht“. Dennoch: der voll-informierte Insider wird den Wert des Unternehmens höher ansetzen, wenn ein solcher Liefervertrag zustande kommt. Jedoch, wenn Bilanzierungsregeln diese Aktivierung nicht zulassen, dann aus gutem Grund, der eben mit gewissen Vorsichtsprinzipien zu tun hat, die in einer Welt voller asymmetrischer Informationsstrukturen erforderlich sind. Ebenso muss sich der gewissenhafte Banker verhalten – und daher gibt er auf solche Aktiva als Pfand keinen Kredit.

Nun ist die Sache nicht ganz so einfach, wenn es sich um börsengehandelte Unternehmen handelt. In der Börsenbewertung spielt natürlich das berührungslose Kapital eine große Rolle. Und es ist einem Unternehmen an der Börse ja unbenommen, eine Kapitalerhöhung durchzuführen, um sozusagen mittels des Pfandes “Goodwill“ sich Geld zu verschaffen. Aber, natürlich verlangt der Geldgeber hier eine Risikoprämie. Ich will das Thema des Ersatzes der Börsenfinanzierung für die Unmöglichkeit der Kreditfinanzierung hier nicht weiter vertiefen, sondern nun auf die WACC zu sprechen kommen.

Wir vergleichen zwei hypothetische Volkswirtschaften mit demselben realwirtschaftlichen Produktionsapparat. In A gibt es leicht Kredit; in B sind die Banken vorsichtiger, geben schwerer Kredit. Bei gleichem Zinsniveau für Kredite wird WACC in B höher sein als in A, weil in B der Anteil des Eigenkapitals an der Finanzierung größer ist als in A. Aber das Zinsniveau für Kredite ist in den beiden Volkswirtschaften nicht gleich. Stark risiko-averse Personen präferieren die Vergabe von Krediten gegenüber dem Erwerb von Aktien. Daher gäbe es bei gleichen Kreditzinsen und ausgeglichenem Kreditmarkt in A ein Überangebot an Krediten in B. Der Gleichgewichtszins ist daher in B niedriger als in A. Die Aktienrendite ist daher in B auch niedriger als in A, wenn die „Equity Premium“ in beiden

Ländern gleich ist. Also kann WACC in B niedriger oder höher sein als in A, je nach dem, ob der Preiseffekt oder Mengeneffekt beim Übergang von A nach B stärker ist. Es kommt darauf an, wie die Substitutionsbereitschaft auf Kapitalangebots- und Kapitalnachfrageseite ist.

Da der risikofreie Gleichgewichtszins in B niedriger ist als in A kann es natürlich passieren, dass in B eine Nullzinsschranke dazwischen kommt, sodass es keine Möglichkeit gibt, den Gleichgewichtszins in B zu erreichen, wohl aber in A.

Nun kommt mein „deus ex machina“: Staatsschulden. Bis zu einem gewissen Ausmaß kann das Anlageproblem für risikoscheue Anleger, das zu einem negativen Gleichgewichtszins führen mag, durch Staatsschulden erleichtert oder beseitigt werden, solange der Staat als Schuldner die Hürde mangelnder Sicherheiten überspringen kann, indem man ihm aufgrund seines Gewaltmonopols als Schuldner auch dann Vertrauen entgegen bringt, wenn er keine Sicherheiten im engeren Sinn dieses Wortes anbietet, wohl aber im weiteren Sinn, dass er durch seine Geldpolitik dem Sparer Geldwert-Sicherheit bietet. Das legt dem Staat als Schuldner natürlich wichtige Restriktionen auf, insbesondere, was die Schuldenhöhe betrifft. Nur kann es sich hier nicht um Restriktionen à la Maastricht handeln. Diese müssten vielmehr endogen durch das Marktgeschehen bestimmt werden. Hierzu habe ich bisher jedoch noch keine sehr detaillierten Vorschläge ausgearbeitet.

Nochmal zurück zu den Intangibles. Ich habe ja in meinem PWP-Artikel, den ich Ihnen allen geschickt habe, für die OECD+China-Welt die Verteilung des privaten Vermögens wie folgt abgeschätzt (die Recheneinheit ist der jährliche Konsum derselben Region): Realkapital (tangible) 6 Jahre, kapitalisierte Ricardosche Bodenrente 2 Jahre, Tobin-q 1 Jahr, Netto-Staatsschulden 3 Jahre. Ich hatte dann hinzugefügt, dass es auf die Abschätzung von Bodenwert und Tobin-q nicht so genau ankommt, da diese Assets in aller Regel nicht so sehr der Altersvorsorge, sondern mehr der Vererbung an die nächste Generation oder an Stiftungen dienen. Sollten die entsprechenden Werte höher sein, dann ist auch meine Abschätzung des Vermögensbestandes, der der Vererbung dient, entsprechend höher als die von mir angesetzten 2 Jahre. Das immaterielle Vermögen, das sich eben auch sehr stark im Tobin-q spiegelt, wird wohl ganz überwiegend vererbt, statt im Alter verzehrt.

Beste Grüße

Ihr

CCvW

Lieber Herr Bachmann, lieber Herr Mayer ich habe den Hayekschen Begriff „Anmaßung von Wissen“ den Autoren der Jenaer Allianz entgegen gehalten, weil sich unter ihnen mehrere Hayekianer befinden, und weil der Duktus des Artikels, inclusive des letzten Absatzes so formuliert ist, als wisse man mit Gewissheit, was man da aussagt. Ich glaube nicht, dass Sie mir nachweisen können, ich hätte meine Hypothese des negativen natürlichen Zinses als sicheres Wissen hingestellt. Ich habe einen theoretischen Entwurf auf der Basis der österreichischen Kapitaltheorie geliefert, der zusammen mit bestimmten Fakten mich zu dieser Hypothese geführt haben. Nie habe ich bestritten, dass es sich hier um eine nach Popperschem Begriff „falsifizierbare Hypothese“ handelt. Sie ist

allerdings –anders als die den Jenaern zugrunde liegende Schnabl-sche Hypothese – aus Modellannahmen abgeleitet, die sich zwanglos aus der heute überwiegend akzeptierten makro-ökonomischen Theorie herleiten lassen. Beachten Sie auch, dass ich nicht behaupte, der gegenwärtige Gleichgewichtszins sei negativ. Ich behaupte: Gäbe es im OECD+China-Raum keine Staatsschulden und herrschte im ganzen Raum Prosperität, dann wäre der Gleichgewichtszins (nach Abzug von Risikoprämien) negativ.

Demgegenüber ist die Schnabl-sche Hypothese des „Phönix aus der Asche“ (Zerstörung von Zombie-Banken durch Zinsanhebung und aus der daraus resultierenden, schweren Finanzkrise das Erwachen eines neuen Schumpeterschen Unternehmergeistes, quasi aus der Not geborene Innovationen) höchst unkonventionell. Sie mag dennoch richtig sein; aber dazu bedarf es doch noch erheblicher theoretischer und empirischer Substantiierung. Sie, wie bei dem Jenaer Aufruf, mehr oder weniger als einzig richtige Theorie hinzustellen, begegnet dem Vorwurf einer „Anmaßung von Wissen“.

Zu „This Time is Different“: Auch hier wieder Popper: Die Zukunft ist offen. Das heißt “this time is different“ ist immer möglich. Ich habe Gründe angeführt, weshalb die R&R-Regel, die sich auf Empirie zum Teil sehr lange vergangener Zeiten stützt, heute nicht mehr gültig sein mag. Der wichtigste Unterschied zu früher ist die hohe Lebenserwartung und das darauf aufbauende sehr lange Rentnerdasein. Die Rentenbezugsdauer hat sich in Deutschland in den letzten 50 Jahren verdoppelt, von 10 auf 20 Jahre! Ähnliches gilt für alle OECD-Staaten. Was diesen Triumph der modernen Welt betrifft, so ist die frühere Welt mit der heutigen nicht vergleichbar.

Die Autoren des Jenaer Aufrufs machen hier denselben Fehler wie R&R bei „this time is different“. Der Referenzpunkt, mit dem die Gegenwart verglichen wird, ist die Vergangenheit: Bei dem Jenaer Aufruf: Früher waren die Zinsen höher, also sind die niedrigen Zinsen ein unnormaler Zustand, der auf den Manipulationen der EZB, der FED, der Bank of Japan, der Bank of China, der Bank of England beruht.

Beste Grüße

Ihr

Carl Christian von Weizsäcker

Da ich den meisten von Ihnen an meinem neuen Standort neun Stunden hinterher hinke, hier eine etwas verspätete Anmerkung: Es verwundert mich immer wieder, dass die unter anderem von CCvW und Larry Summers vertretene These vom negativen natürlichen Zins in Deutschland auf so grossen Widerspruch stoesst.

An den internationalen Finanzmärkten ist sie dagegen weitgehend akzeptiert. Man schaue nur auf die weltweit niedrigen Realzinsen auch fuer sehr lange Laufzeiten. Mein neuer Arbeitgeber vertritt ja bereits seit Jahren die These vom 'New Normal' und 'New Neutral', und die Anleihenmärkte haben sich diese Sicht laengst zu eigen gemacht. Hier ein Link zu einem Beitrag in dem ich auf die Parallelen zwischen 'Savings Glut', 'Secular Stagnation' und Pimco's 'New Neutral' eingehe (eine arg verkuerzte deutsche Fassung finden Sie im Handelsblatt vom vergangenen

Mittwoch): <https://www.pimco.com/insights/economic-and-market-commentary/macro-perspectives/the-three-gluts>

Wie anders als mit einem sehr niedrigen oder negativen natuerlichen Zins laesst sich erklaren, dass trotz Nullzinsen und grossen Ankaufprogrammen das weltweite Wirtschaftswachstum lahmt und die Inflation in den meisten Laendern unter den (niedrigen) Zielwerten liegt? Selbst fuer die Vereinigten Staaten, wo die Konjunktur einigermassen ordentlich laeuft, deuten die meisten empirischen Schaetzungen (Laubach-Williams etc.) auf einen gleichgewichtigen neutralen Zins von derzeit hoechstens Null hin. Neben den von CCvW genannten Gruenden (vor allem der laengeren Altersperiode) weise ich darauf hin, dass die vor etwa drei Jahren ausgebrochene strukturelle Wachstumskrise in vielen Schwellenlaendern, die der der siebziger Jahre in den alten Industrielaendern aehnlich ist, den Kapitalhunger dort deutlich abgeschwaecht hat und Anleger aus den reichen Laendern abschreckt. Damit ist der weltweite (ex-ante) Sparueberschuss noch weiter gestiegen.

Stemmen sich die Notenbanken gegen diese natuerlichen Kraefte, dann produzieren sie das Gegenteil von dem, was sich die Autoren der Jenaer Allianz erwarten und wuenschen.

Beste Gruesse,

Joachim Fels

9.8.15

Herr Fels –

Mit Verlaub: Sie meinen dieselben Leute, die nichts von aggregiertem Hauspreisrisiko gewusst haben, die an einen permanenten Schock zum Hauspreiswachstum geglaubt haben, die Griechenland fuer genauso sicher gehalten haben wie Deutschland (ich abstrahiere hier natuerlich von rationalen Bailouterwartungen, bzw. wenigstens ex post richtigen Bailouterwartungen, die ich natuerlich nicht ausschliessen kann) – diese Leute glauben jetzt also, dass wir sicher in einer Situation saekularer Stagnation sind. Na dann bin ich ja beruhigt, dann sind wir es ja fast sicher nicht. Im uebrigen kann ich schon verstehen, dass man seinen Kunden so alle paar Jahre eine neue oekonomische Aera verkuenden muss, damit man die zum Portfolioumschichten und zum Kaufen neuer Produkte anregt. Das ist gutes Marketing, aber mehr auch nicht.

Aber mal die Polemik bei Seite gelassen: saekulare Stagnation ist auch in Amerika keineswegs ein akzeptiertes Phaenomen, jedenfalls in der Wissenschaft (wieso denken eigentlich immer alle, dass es einen einheitlichen angelsaechsischen Block bei solchen Fragen gaebe):

<http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-01-05/harvard-s-summers-mankiw-square-off-in-debate-over-stagnation>

<http://gregmankiw.blogspot.com/2015/02/this-is-not-picture-of-economy-with.html>

<http://johnhcochrane.blogspot.com/2015/06/4-growth.html>

<http://johnhcochrane.blogspot.com/2015/07/the-other-smith-on-growth.html>

<http://www.wsj.com/articles/joel-mokyr-what-todays-economic-gloomsayers-are-missing-1407536487>

Um nur mal ein paar Gegenpositionen zu nennen.

Herzliche Gruesse

RB

Wir sind uns ja weitgehend einig, und ich haette vielleicht statt CCvW einfach Stagnationstheoretiker schreiben sollen. Da scheint mir in der Tat bei manchen eine Anmassung von Wissen vorzuliegen. Und Popper, ja geschenkt, vielleicht gilt es dass: this time is different. Ich weiss es nicht. Aber wir sollten uns alle hueten zu diesem Thema konkrete Politikempfehlungen abzugeben, so wie mir das mancher Stagnationstheoretiker mit Forderungen nach einer dauerhaft expansiven Fiskalpolitik zu tun scheint. Solche Sachen muessen erst viel mehr in Seminaren und Konferenzen diskutiert werden. Und das gilt auch fuer die Jenaer, fuer die folgender Hinweis wichtig sein moege: die Zeit fuer ungewoehnliche Theorien zur Geldpolitik war schon seit langem nicht mehr so gut, denn in der Tat ist die Frustration mit dem Neokeynesianischen Standard- und Kompromissmodell gross, auch innerhalb der scientific community, und zwar sowohl aus theoretischen wie auch aus empirischen Gruenden – die einzelnen Wirkungskanaele im Modell sind empirisch oft nicht zu finden:

<http://blogs.faz.net/fazit/2014/11/23/xxx-3-4938/#Drucken> Also, zeigen Sie es uns!

Das ist einfach ein Appell zur Vorsicht und Zurueckhaltung, denn ohnehin sind wir Oekonomen ja gerade nicht gut beleumundet, so dass man uns, wenn wir mal wirklich Recht haben (Euro), auch nicht zuhoert. Es handelt sich hier also um ein klassisches public good Phaenomen. Ohne dass ich die damalige Diskussion ueber Relevanz versus technische Brillanz (oder wie man den Gegenpol auch immer nennen moechte), die ich indirekt ja auch mit einigen auf diesem Verteiler hatte, wieder aufleben lassen will (und die ja ohnehin falsch benannt war, denn keiner von uns wollte ja die Wichtigkeit der Relevanz unseres Faches bestreiten, Dissens bestand ja lediglich darin, ob internationale Ausrichtung Irrelevanz bringt) – falsches Relevanzstreben kann zu Schnellschuessen fuehren, streben wir doch erst nach technischer und empirischer Brillanz.

In diesem Sinne auf weitere interessante Diskussionen!

PS: was ich bei den Jenaern auch nicht verstehe – hier scheint mir so ganz indirekt eine Doktrin des gerechten Zinses mitzuschwingen. So nach dem Motto, es gebe ein moralisches Recht auf einen nichtnegativen Realzins. Meine Herren – woher nehmen Sie das? Und gibt es ein solches Recht auch beim Lohn? Gibt es eine gerechte Miete? Wie sieht es beim Kebabpreis aus (fuer mich persoendlich einer der wichtigsten Preise in der Oekonomie)?

-----  
Ruediger Bachmann

Lieber Herr Bachmann,

schöne Polemik, Hut ab. Märkte können in der Tat falsch liegen und Akteure an diesen Märkten agieren meist nicht aus altruistischen Motiven. Danke für den Hinweis!

Zur Sache: Mankiw, Cochrane und Mokyr lesen ich natürlich auch, oft mit Vergnügen, finde ich aber - zumindest in der Frage auf die wir hier durchaus ernsthaft eine Antwort suchen - wenig überzeugend. Ihre Links unten belegen dies: eine Widerlegung der plausiblen Hypothese (ich betone allerdings ebenso wie CCvW: 'Hypothese') einer weltweiten Sparschwemme, die den natürlichen Zins deutlich gedrückt hat, lässt sich dort leider nicht finden. Also: Nochmals Applaus für Ihre nette Polemik, die das Publikum sicherlich goutiert. Jetzt freuen wir uns umso mehr auf Ihre Argumente, damit wir in der Sache weiterkommen.

Freundliche Grüße,

Joachim Fels

Lieber Herr Fels,

ich pflichte Herrn Bachmann bei. Unternehmenspraktiker tun sich leicht mit der Ausrufung neuer "Megatrends".

Wir im Elfenbeinturm haben ein längeres Gedächtnis. Uns steckt noch in den Knochen, wie Alvin H. Hansen in seiner presidential address vor der AEA zum ersten Mal eine "Säkulare Stagnation" ausrief, übrigens mit fast wortgleichen Argumenten wie sie heute verwendet werden. Was folgte, waren Jahrzehnte des stärksten Wirtschaftswachstums, das wir aus der Geschichte kennen ...

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Fels, lieber Herr Bachmann – ich verfolge Ihre Kontroverse mit großem Interesse. Allerdings bin ich etwas unglücklich darüber, dass meine Ansichten als "Hypothese der säkularen Stagnation" bezeichnet werden. Die „Sparschwemme“ ist in meiner Sicht Resultat der hohen Lebenserwartung und der damit zusammenhängenden Tatsache, dass die Menschen immer weniger Anteil ihrer Lebenszeit zum „Malochen“ verwenden müssen. Das sind doch höchst erfreuliche Errungenschaften des Wohlstandswachstums und nicht der Wohlstandsstagnation. Daraus abgeleitet nunmehr das Ende der Kapitalknappheit, also die Beseitigung eines Knappheitsphänomens. Auch dies im Aggregat ein erfreuliches Phänomen: die Löhne erreichen ihr Maximum, das sie bei gegebener Technik erreichen können. Und das phänomenale Wachstum in einem zuvor bitterarmen Land: China, dem der Bevölkerung nach größten Land der Welt. Die gleichmäßigere Verteilung des Wohlstands über die Welt, das rasante Aufholen der Lebenserwartung in der Dritten Welt zum

Niveau der OECD-Länder. All diese Fakten beziehe ich mit ein, um meine Hypothese vom negativen natürlichen Zins zu begründen. Und dann nennt man diese Theorie eine Theorie der säkularen Stagnation! Ich schätze diese Bezeichnung gar nicht. Und wenn man auf das Ende der Kapitalknappheit makroökonomisch-fiskalisch richtig reagiert, geht das Wachstum weiter. Daher doch überhaupt keine säkulare Stagnation – sofern man es nur richtig anstellt!

Beste Grüße

CCvW

Lieber Herr Homburg Ihr guter Zwischenruf aus dem Elfenbeinernen Turm veranlasst mich, dem Diskussionskreis einen Vortrag von mir zu schicken, bei dem ich mich auf eine Kontroverse zwischen Samuelson und Giersch beziehe, die sich 1983 abgespielt hat – hundert Jahre nach der Geburt von Joseph Schumpeter und John Maynard Keynes. Auch da ging es um Wachstum vs Stagnation.

Beste Grüße

CCvW

Lieber Herr Homburg,

wir diskutieren doch hier nicht über Megatrends von Unternehmenspraktikern, sondern über die von sehr klugen Bewohnern des Elfenbeinturms vorgetragene These der Sparschwemme (CCvW, Ben Bernanke) und der säkularem Stagnation (Larry Summers).

Übrigens: Alvin Hansen hielt seine Presidential Address 1938. Ohne die Katastrophe, die ein Jahr später von deutschem Boden ausging und den Aufschwung der Rüstungsindustrie in den USA (Keynesianismus pur) hätte die Wirtschaftsgeschichte der folgenden Jahrzehnte wohl etwas anders ausgesehen. Anders gewendet: Wenn wir die Welt jetzt nochmal eben in Schutt und Asche legen und dann wieder aufbauen ("Wirtschaftswunder") wird Larry Summers auch dumm aussehen.

Beste Grüße,

Joachim Fels

Uhlig an Mayer:

Na, ich weiß nicht. Den Politikern fehlt zurzeit wohl der Mut für eine ganze Reihe von längst fälligen Schritten, na klar. Dieser hier gehört nicht dazu.

MfG,

Harald Uhlig

Sehr geehrter Herr von Weizsäcker, sehr geehrte Diskussions Teilnehmer,

ich bin noch im Urlaub, möchte aber kurz zu der Diskussion in einigen Punkten Stellung nehmen. Ich danke insbesondere Herrn von Weizsäcker für seine hilfreichen Anmerkungen und die nun schon sehr lange konstruktive Diskussion auf unterschiedlichen Ebenen.

Anmaßung von Wissen

Es ist aus meiner Sicht offensichtlich, dass die Zentralbanken aktiv das Zinsniveau drücken, insbesondere in Finanz- und /oder drohenden Staatsschuldenkrisen (siehe Beitrag von Sunthum). Das weithin kommunizierte Argument ist, dass Schlimmeres dadurch vermieden würde. Eine Geldpolitik, die inzwischen vorwiegend auf die Stabilisierung der Finanzmärkte zielt, kann im Sinne von Hayek als Anmaßung von Wissen gesehen werden. Der Beitrag in der FAZ stellt die schädlichen Nebeneffekte dieser Politik heraus, die auch in diesem Forum zu wenig diskutiert werden. Der Analyse liegt als theoretischer Rahmen die österreichische monetäre Überinvestitionstheorie zugrunde, die zugegebenermaßen von vielen als unkonventionell (und deshalb irrelevant?) betrachtet wird. Hayek hat ein großen Teil seines wissenschaftlichen Wirkens damit verbracht, die zu expansiven Geldpolitik als Ursache für die Weltwirtschaftskrise zu modellieren (Prices and Production 1929) und die schädlichen Interventionsspiralen herauszuarbeiten, die sich aus der Weltwirtschaftskrise ergeben haben (Der Weg zur Knechtschaft 1944) . Er hat auch erkannt, dass eine Zinserhöhung in der Krise politisch nahezu unmöglich ist (siehe auch die Anmerkungen von Friedman zur Zinserhöhung durch die Fed in den 1930er Jahren). Wesentliche wirtschaftspolitische Empfehlungen waren deshalb die Betonung des Wettbewerbs als Grundlage für Wachstum und die „Entnationalisierung des Geldes“ (Hayek 1979), um von billigem Geld getriebene Übertreibungen auf den Finanzmärkten erst gar nicht entstehen zu lassen.

#### Natürlicher Zins

Der natürliche Zins ist in der Tat unbekannt. Wicksell nimmt implizit an, dass er auf die lange Frist konstant ist und der Geldzins um den natürlichen Zins schwankt. In der jüngsten Ausgabe des [Economist](#) wird für England gezeigt, dass der nominale Zins heute weit unter dem historischen Mittel (seit 1694 bei etwa 5%) liegt. Bei Annahme eines langfristig konstanten natürlichen Zinses sind die geldpolitischen Fehler bei Wicksell symmetrisch. Wir beobachten hingegen seit Anfang der 1980er Jahre eine asymmetrische Geldpolitik, die in (Finanz-)Krisen die Zinsen stark senkt und in der Erholung nicht wieder in gleichem Maße anhebt (Warum?). Die Konvergenz der nominalen Zinsen gegen Null und die stetige Ausweitung der Zentralbilanzen sind die unweigerliche Konsequenz. Aus dieser Asymmetrie lässt sich ein struktureller geldpolitischer Fehler (oder Anmaßung von Wissen) ableiten, der heute durch Zinserhöhungen wieder rückgängig gemacht würde (auch wenn der Zielpunkt der Zinserhöhung unbekannt bleibt). Die JA fordert eine Abkehr von dieser asymmetrischen Politik. Die Fed und die Bank of England wollen übrigens diesen Weg gehen. Sie sehen sich aber Risiken ausgesetzt, die aus der vorangegangenen beispiellosen monetären Expansion resultieren. (Sie fürchten also, dass die geldpolitische Therapie von gestern Ursache für die Krise von morgen ist.)

#### Global Saving Glut

Der von von Weizsäcker (und Summers, Bernanke) vertretene Modellrahmen basiert auf der Annahme, dass alternde Gesellschaften zu viel sparen (Global Savings Glut). Das wachsende Sparen trifft auf zu wenig Kapitalnachfrage. Dieser theoretische Rahmen ist sehr ansprechend. Ich sehe aber wenig empirische Evidenz für diese Hypothese. Insbesondere dann, wenn man zwischen Haushaltssparen und Unternehmenssparen unterscheidet. Meines Wissens ist in den meisten Industrieländern das Haushaltssparen als Anteil am BIP strukturell abgesunken, während das Unternehmenssparen gestiegen ist. Ein Grund für den Anstieg des Unternehmenssparens (insbesondere auch in Japan und China) dürfte die Nullzinspolitik der Zentralbanken sein, die für viele Unternehmen die Fremdkapitalkosten drückt. Die „Kreditklemme“ nach Platzen von Blasen muss deshalb nicht zwingend von den Banken ausgehen, sondern kann auch von den Unternehmen her

kommen. Auch wenn in den alternden Gesellschaften der Industrieländer die Spartätigkeit wirklich steigen sollte, steht dieser bei den gegebenen Annahmen in globalisierten Kapitalmärkten eine wachsende Kapitalnachfrage in den aufstrebenden Volkswirtschaften entgegen, deren Bevölkerung immer noch wächst.

#### Messung von Preissteigerungen

Die etablierten geldpolitischen Regeln basieren auf der Annahme, dass zwischen Leitzinsänderungen (bzw. heute der Ausweitung der Zentralbankbilanzen) und der auf der Grundlage der üblichen Konsumentenpreisindizes gemessenen Inflation eine stabile Strukturbeziehung besteht. Ich würde anerkennen, dass eine solche Beziehung in den 1950er bis 1970er Jahren bestanden hat. Seit Mitte der 1980er ist dieser Zusammenhang in vielen Ländern aber nicht mehr stabil, für Japan eher invers (siehe rollender Koeffizient im Anhang). Das liegt insbesondere daran, dass sich die Wirkung der Geldpolitik vermehrt in den Vermögenspreisen äußert. Ebenso bei Preisen von Luxusgütern, die in den üblichen Konsumentenpreisindizes u.U. nicht mehr ausreichend repräsentiert sind. Die von von Weizsäcker genannten Mietpreise sind rigide und meist stark reguliert. Sie bilden stark steigende Immobilienpreise in Ballungszentren nicht ausreichend ab. Auf den Zusammenhang zwischen Fremdkapitalkosten und Güterpreisen wurde von Herrn Erdmann verwiesen.

#### Wirkung des Zinses auf Investitionen

Herr von Weizsäcker wünscht sich ein Modell, in dem die Verschiebung der Zinskurve zu einer inversen Verschiebung der Investitionskurve führt. So ist aus meiner Sicht der Beitrag der Jenaer Allianz nicht zu verstehen. Es geht um die Verbesserung der Investitionsbedingungen, indem der Anreiz zur Spekulation (Malinvestment im Sinne von Hayek) reduziert und die Allokations- und Signalfunktion der Zinsen wiederhergestellt wird. Über unterschiedliche Transmissionskanäle könnte dies zu **mehr renditeträchtigen realen Investitionen** führen, weil sich die Anreize verändern. In diesem Sinne bezieht sich unsere wirtschaftspolitische Empfehlung auf Hayek, *The Use of Knowledge in the Society* (1945, AER). Die „schöpferische Zerstörung“ nach Schumpeter kann langfristig positiv auf die Investitionstätigkeit wirken, wenn Ressourcen freigesetzt werden, die in nicht renditeträchtigen Unternehmen / Sektoren gebunden sind (siehe Zombiediskussion zu Japan). Es gibt wirtschaftshistorisch durchaus Beispiele, wo höhere Zinsen nach einem strukturellen Anpassungsprozess zu mehr Investitionen und Wachstum geführt haben. (Siehe die Transformationsprozesse in den mittel- und osteuropäischen Staaten nach 1990.) Zudem kann ein höheres Zinsniveau mehr renditeträchtige reale Investitionen bewirken, wenn es die Unternehmen zu Produktivitätssteigerungen zwingt (siehe dazu auch Leibenstein, AER, 1966).

#### Reallohnrepression

Herr von Weizsäcker liebt den Beitrag der Jenaer Allianz dahingehend nicht ganz korrekt, dass wir allein zu niedrige Zinsen als Ursache des geringeren Wachstums sehen. Es kommt ebenso (als Folge der Geldpolitik) für breite Bevölkerungsschichten zur Reallohnrepression, die die Kaufkraft (und damit auch die Inflation) dämpft (siehe Japan und europäische Krisenländer).

Japan

Ich folge der wirtschaftlichen Entwicklung in Japan seit 1986, also seit dem Beginn der Blasenökonomie. Ich habe lange in Japan gelebt und geforscht. Ich kenne niemand, der die Existenz der Bubble Economy bestreitet. Der Einfluss billigen Geldes als Nährboden der Blase wird von den japanischen Ökonomen meist anerkannt. Wer heute nach Japan reist und mit den Japanern spricht, kann schwer behaupten, dass die lang anhaltende Stagnation und die gewachsene Perspektivlosigkeit für breite Bevölkerungsschichten nicht als schmerzhaft empfunden wird. Inzwischen zeichnet sich auch ab, dass auch die Abenomics nicht der erhoffte wirtschaftspolitische Befreiungsschlag sind. Die Kosten des Krisenmanagements zeigen sich für Japan in sinkenden Reallöhnen, dem dramatischen Anstieg von prekären Beschäftigungsverhältnissen und Verteilungseffekten zugunsten der Reichen. Die Zentralbank muss in großem Umfang Staatsanleihen kaufen, um dem Staatsbankrott vorzugreifen. Die Diskussion um Zombiebanken und Zombieunternehmen und damit die Frage nach der Wirkung der Nullzinspolitik auf Anreize auf der Mikroebene (siehe Caberello et al., AER, 2008) spielt für die anhaltende Stagnation Japans eine zentrale Rolle. In diesem Zusammenhang ist auch darauf zu verweisen, dass die wirtschaftspolitischen Empfehlungen von Svensson, [Bernanke, Posen und anderen](#) (2001), die die unkonventionelle Geldpolitik in Europa und den USA vorweggenommen haben, in Japan nicht die versprochene wirtschaftliche Erholung gebracht haben. Eine Abwertung des Yen leitet Abwertungswettläufe (Europa, Ostasien) ein. Sie destabilisiert deshalb zusätzlich, statt langfristig zu stabilisieren (siehe Japan und die Asienkrise). Mich würde interessieren, was Europa von Japan unterscheidet, so dass wir nicht einen ähnlichen Pfad beschreiten.

Mit freundlichen Grüßen

Gunther Schnabl

10.8.15

Liebe Kolleginnen und Kollegen,

ich freue mich sehr, dass unsere kleine Streitschrift in der FAZ eine so spannende Diskussion mit allerlei Polemiken hervorruft; schöne Urlaubslektüre!

Vorweg sollte man vielleicht festhalten, dass es kein akademisches Papier ist, dies ist nicht der Sinn der „Ordnung der Wirtschaft“. Es stehen trotzdem theoretische Überlegungen und empirische Befunde dahinter (siehe Gunther Schnabl's e-mail).

Ich habe noch vier ergänzende Anmerkungen bzw. Fragen im Detail.

1) Man könnte den Vorwurf des angemessenen Wissens in der Tat an die vehementen Befürworter der These der „Sparschwemme“ zurückgeben. Ich halte es aber da lieber mit der sachlichen Formulierung einer alternativen These. Denn warum es überhaupt eine Gegenthese sein soll, wird mir nicht klar. Selbst wenn eine Sparschwemme vorläge (durchaus plausibel), sähe ich keinen Widerspruch zu unserer Kritik an der Geldpolitik. Denn es ist mir nicht klar, warum die EZB bei Vorliegen einer Sparschwemme den Zins künstlich weiter senken sollte. Wenn die reichlich

vorhandenen Ersparnisse den Zins bereits deutlich senken, warum bedarf es dann einer weiteren Verbilligung des Geldes? Was wäre die richtige Politik ohne sparschwemme?

2) Es scheint also in der Tat so zu sein, dass die Investitions- und Wachstumsschwäche doch eine ordnungspolitische Grundlage hat. Offenbar werden in Teilen der Eurozone Investitionen (außer in Betongold) selbst zu einem Zins nahe Null nicht attraktiv. Ich würde mich über Stellungnahmen dazu freuen.

3) Vor diesem Hintergrund denke ich, dass die Geldpolitik vor allem politisch motiviert ist (was in der Diskussion ignoriert, aber im Artikel thematisiert wird). Es scheint geboten, sich die Interessenlagen aller Beteiligten (v.a. der Regierungen und Finanzakteure) genauer anzusehen. Die EZB könnte aus dieser Perspektive so etwas wie der Lastesel der europäischen Politik geworden sein. Diese schafft es im politischen Alltag nicht, die nötigen wirtschaftspolitischen – eher langfristig ausgerichteten – Maßnahmen zur Investitionsstimulierung zu ergreifen. Als Konsequenz werden der EZB zu viele Aufgaben aufgebürdet. Diese Perspektive speist meine Sorge über die Persistenz der Verzerrungen durch die Geldpolitik vor allem. Je länger die Zinskosten fallen, desto mehr gewöhnen sich die Regierungen daran; ob sie bereit sind, steigende Zinskosten bei weiterhin hoher Arbeitslosigkeit und angespannter Haushaltslage hinzunehmen, ist zumindest zweifelhaft. Vielleicht kommt es ja in den USA zur Zinswende, aus der sich dann Lehren für die Eurozone ziehen ließen.

4) In diesem Zusammenhang würde mich interessieren, wie Sie zur Frage stehen, ob die EZB de facto noch unabhängig ist. Ich habe ernsthafte Zweifel, aber kein gesichertes Wissen.

Schlussendlich eine Bitte an Frau Göbel: Vielleicht kann sich die FAZ dazu entschließen, den Artikel online zu stellen, damit auch diejenigen ihn lesen können (aber natürlich nicht müssen), die bisher keinen Zugriff hatten.

Freundliche Grüße

Andreas Freytag

Lieber Herr Freytag,

auf zwei Punkte Ihrer interessanten Email möchte ich gern eingehen.

1. Sie fragen mit Recht, warum die EZB bei einer angenommenen Sparschwemme den Zins noch weiter senken sollte. Bernanke definiert die "saving glut" als "excess of desired saving over desired investment", die den Zinssatz mindert. Vom Standpunkt Wicksells, Robertsons und Ohlins bedeutet QE, daß die Zentralbank **zusätzliche** "loanable funds" in den Kapitalmarkt drückt und damit die "savings glut" **intensiviert**. Warum dies eine sinnvolle Politik sein sollte, erklärt Bernanke nicht ansatzweise.

2. Der Aufruf der Jenaer Allianz steht frei zugänglich im Netz:

<http://blog.openeuropeberlin.de/2015/07/zuruck-zur-marktwirtschaftlichen.html>

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Liebe Kollegen,

bei all der schönen Lektüre fürs Sommerloch sollten wir eines nicht vernachlässigen. Die Europäische Zentralbank hat ein klares Mandat: Stabilität der Verbraucherpreise. Diesem Mandat ist sie seit mehr als 16 Jahren voll gerecht geworden. Auch für die nächsten zwei Jahre zeichnen sich keine übermäßigen Inflationsrisiken ab, auch wenn seit sechs Jahren immer mal wieder behauptet wird, die große Inflation stehe unmittelbar bevor. Es gehört weder zu den Aufgaben der Geldpolitik, die französische Arbeitslosigkeit künstlich zu drücken, noch gehört es zu ihren Aufgaben, Strukturreformen zu erzwingen, den Mittelstand gegenüber der Großindustrie zu fördern, Regionalpolitik innerhalb ihres Währungsraumes zu betreiben oder risikoscheuen Anlegern in risikoreichen Zeiten eine auskömmliche Rendite zu bescheren.

Geldpolitik beeinflusst immer die Vermögenspreise, auch die relativen Preise zwischen Vermögenswerten mit unterschiedlichem Risikoprofil. Das ist Teil des Transmissionsmechanismus. Aber es gibt in der Eurozone keine klaren Hinweise, dass die EZB mit ihrer gemessen am Stabilitätsziel völlig sachgerechten Zins- und Geldmengenpolitik die Vermögenspreise derart verzerrt, dass daraus große Risiken für die künftige Preisstabilität erwachsen müssten. Die reale Rendite langfristiger Staatsanleihen in der Eurozone (gemessen am einem entsprechenden Korb der nationalen Anleihen ohne Griechenland) ist niedrig. Aber sie ist weder im internationalen noch im historischen Vergleich derart außergewöhnlich niedrig, dass dies als besonders gefährlich gelten müsste. Stattdessen kann sie weitgehend mit der noch immer mauen Konjunktur und den geringen Inflationsrisiken samt einer entsprechend geringen Prämie für solche Risiken erklärt werden.

Die realen Immobilienpreise und Aktienkurse sind im Durchschnitt der Eurozone weit unter den Niveaus, die sich in der Vergangenheit als übertrieben herausgestellt hatten. Weder das gesamtwirtschaftliche Investitionsvolumen noch die Kreditvergabe zeigen eine gefährliche Dynamik, die auf eine Blase oder eine Überinvestition im österreichischen Sinne hindeuten würde.

Die Jenaer Allianz schlägt vor, die Leitzinsen schrittweise anzuheben, um so Innovationen, Investitionen und Wachstum in der Gesamtwirtschaft zu stärken und höhere Reallöhne und damit mehr Konsum zu ermöglichen. Allein die Diskussion der vergangenen Tage zeigt, dass die dabei unterstellte unorthodoxe Wirkungsweise - höhere Zinsen führen zu mehr statt zu weniger Investitionen - als höchst umstritten gelten muss. Die Geldpolitik würde ihrer Mitverantwortung für das Gemeinwohl nicht gerecht, wenn sie sich an derart ungesicherten Empfehlungen ausrichtet und in der Eurozone ein entsprechendes Experiment durchexerzieren würde.

Viele Grüße und herzlichen Dank für die vielen aufschlussreichen Beiträge, Holger Schmieding

Lieber Herr Homburg,

vielen Dank für den Hinweis auf den Link und Ihren Kommentar.

Gruß  
Andreas Freytag

Richtig, zumal man ja wenn ueberhaupt sagen muesste, dass die EZB ihr eigenes Inflationsziel nach unten verfehlt, wenn sie laenger unter 2% liegt.

Was angelsaechsische Oekonomen in der Tat nicht verstehen (um mal den Gedanken von Fels wieder aufzugreifen), ist diese asymmetrische loss function bei deutschen Oekonomen - wenn es 3% sind, geht die Welt unter, wenn es 1% ist (und vielleicht noch massive Arbeitslosigkeit), ist alles in Butter.

Wie gesagt, das NK Standardmodell der Geldpolitik hat viele Probleme und dass wird auch von vielen Kollegen so gesehen, aber wenn Sie mich, Herrn Schmieding, Herrn Fels, Herrn Uhlig und andere

ueberzeugen wollen: it takes a model to beat a model. Der allgemeine Hinweis auf oesterreichische Kapitaltheorie genuegt da einfach nicht (natuerlich nicht im FAZ Artikel, sondern in der akademischen Diskussion). Nein, ich wuerde gerne den genauen Mechanismus verstehen, warum bei hoeheren Zinsen hoeherentierliche Projekte zu stande kommen, die vorher nicht gemacht wurden; diese letzte Einschraenkung ist ja das Entscheidende - wie kommt das crowding out bei Niedrigzinsen zustande? Und dann muessen wir dieses Modell wenigstens grob kalibrieren, um den quantitativen Bite abschaetzen zu koennen.

-----  
Ruediger Bachmann

Das Inflationsziel der EZB wäre nur dann noch von Bedeutung, wenn die zugrundeliegende angenommene Beziehung zwischen Zins (bzw. jetzt Volumen der Zentralbankbilanz) und Konsumentenpreisinflation noch stabil ist. Das bezweifle ich.

Zum Zusammenhang zwischen Zinserhöhungen und Investitionen:

Herr von Weizsäcker wünscht sich ein Modell, in dem die Verschiebung der Zinskurve zu einer inversen Verschiebung der Investitionskurve führt. So ist aus meiner Sicht der Beitrag der Jenaer Allianz nicht zu verstehen. Es geht um die Verbesserung der Investitionsbedingungen, indem der Anreiz zur Spekulation (Malinvestment im Sinne von Hayek) reduziert und die Allokations- und Signalfunktion der Zinsen wiederhergestellt wird. Über unterschiedliche Transmissionskanäle könnte dies zu mehr renditenträchtigen realen Investitionen führen, weil sich die Anreize verändern. In diesem Sinne bezieht sich unsere wirtschaftspolitische Empfehlung auf Hayek, *The Use of Knowledge in the Society* (1945, AER). Die »schöpferische Zerstörung« nach Schumpeter kann langfristig positiv auf die Investitionstätigkeit wirken, wenn Ressourcen freigesetzt werden, die in nicht renditenträchtigen Unternehmen / Sektoren gebunden sind (siehe Zombiediskussion zu Japan) . Es gibt wirtschaftshistorisch durchaus Beispiele, wo höhere Zinsen nach einem strukturellen Anpassungsprozess zu mehr Investitionen und Wachstum geführt haben. (Siehe die Transformationsprozesse in den mittel- und osteuropäischen Staaten nach 1990.) Zudem kann ein höheres Zinsniveau mehr renditenträchtige reale Investitionen bewirken, wenn es die Unternehmen zu Produktivitätssteigerungen zwingt (siehe dazu auch Leibenstein, AER, 1966).

Die Diskussion um Zombiebanken und Zombieunternehmen und damit die Frage nach der Wirkung der Nullzinspolitik auf Anreize auf der Mikroebene (siehe Caberello et al., AER, 2008) spielt für die anhaltende Stagnation Japans eine zentrale Rolle.

Die Aussage "it takes a model to beat a model" klingt sehr sportlich, schränkt aber auch sehr ein. Alles, was (im Rahmen der gegebenen Modellgenerationen) nicht modellierbar ist, wird als unmöglich abgelehnt. Ich empfehle einen Blick auf Hayek (1945, AER): <http://www.econlib.org/library/Essays/hykKnw1.html>. Das Papier wirkt aus Sicht dieser Diskussion sehr aktuell.

---

Gunther Schnabl

Lieber Herr Schnabl,

was genau meinen Sie mit Ihrem Satz

„Das Inflationsziel der EZB wäre nur dann noch von Bedeutung, wenn die zugrundeliegende angenommene Beziehung zwischen Zins (bzw. jetzt Volumen der Zentralbankbilanz) und Konsumentenpreisinflation noch stabil ist.“ ?

Soll die EZB ihr Inflationsziel aufgeben, also nicht mehr der Preisstabilität verpflichtet sein? Das meinen Sie doch nicht ernst, oder?

Stattdessen muss sie mit ihrer Geldpolitik ihr Inflationsziel verfolgen. Ist der Transmissionsmechanismus gestört, muss sie halt unkonventionelle Mittel einsetzen, um das Ziel zu erreichen. Aber sie muss diesem Ziel verpflichtet bleiben. Sie hat keine Arbeitsmarkt oder Renditeziel, nur ein Inflationsziel. Und genau das hat die EZB getan, ebenso wie die Fed und BoE vorab: sie hat ungewöhnliche Mittel eingesetzt, um in ungewöhnlichen Zeiten das gesetzte Ziel zu erreichen.

Viele Grüße,

Holger Schmieding

CCvW 11. Aug. 2015

Anmerkungen zur gestrigen Mail von Gunther Schnabl

Vorab: Um meinen Text besser von Schnabls Text unterscheiden zu können, wähle ich eine andere Schrift.

Lieber Herr Schnabl. Ich danke Ihnen für Ihre Antwort auf meine Reaktion auf den FAZ-Text der Mitglieder der Jenaer Allianz

Sehr geehrter Herr von Weizsäcker, sehr geehrte Diskussions Teilnehmer,

ich bin noch im Urlaub, möchte aber kurz zu der Diskussion in einigen Punkten Stellung nehmen. Ich danke insbesondere Herrn von Weizsäcker für seine hilfreichen Anmerkungen und die nun schon sehr lange konstruktive Diskussion auf unterschiedlichen Ebenen.

## Anmaßung von Wissen

Es ist aus meiner Sicht offensichtlich, dass die Zentralbanken aktiv das Zinsniveau drücken, insbesondere in Finanz- und /oder drohenden Staatsschuldenkrisen (siehe Beitrag von Sunthum). Das weithin kommunizierte Argument ist, dass Schlimmeres dadurch vermieden würde. Eine Geldpolitik, die inzwischen vorwiegend auf die Stabilisierung der Finanzmärkte zielt, kann im Sinne von Hayek als Anmaßung von Wissen gesehen werden. Der Beitrag in der FAZ stellt die schädlichen Nebeneffekte dieser Politik heraus, die auch in diesem Forum zu wenig diskutiert werden. Der Analyse liegt als theoretischer Rahmen die österreichische monetäre Überinvestitionstheorie zugrunde, die zugegebenermaßen von vielen als unkonventionell (und deshalb irrelevant?) betrachtet wird. Hayek hat ein großen Teil seines wissenschaftlichen Wirkens damit verbracht, die zu expansiven Geldpolitik als Ursache für die Weltwirtschaftskrise zu modellieren (Prices and Production 1929) und die schädlichen Interventionsspiralen herauszuarbeiten, die sich aus der Weltwirtschaftskrise ergeben haben (Der Weg zur Knechtschaft 1944) . Er hat auch erkannt, dass eine Zinserhöhung in der Krise politisch nahezu unmöglich ist (siehe auch die Anmerkungen von Friedman zur Zinserhöhung durch die Fed in den 1930er Jahren). Wesentliche wirtschaftspolitische Empfehlungen waren deshalb die Betonung des Wettbewerbs als Grundlage für Wachstum und die „Entnationalisierung des Geldes“ (Hayek 1979), um von billigem Geld getriebene Übertreibungen auf den Finanzmärkten erst gar nicht entstehen zu lassen.

CCvW: Zum Begriff „Anmaßung von Wissen“. Dieser von Hayek eingeführte Vorwurf an staatliche Instanzen mag problematisch sein, wenn man ihn auf privates Handeln anwendet. Indessen: privates Handeln muss immer von Hypothesen über die reale Welt ausgehen, da es sonst nicht rational durchgeführt werden kann. Selbst wenn man Risiko mit einbezieht, so ist ein Handeln nach Bayeschem Wahrscheinlichkeitskalkül immer auch voraussetzungsvoll, weil die ursprünglich angesetzten subjektiven Wahrscheinlichkeiten quasi willkürlich sind. Insofern müssen wir uns in unserem höchst persönlichen Handeln immer den Vorwurf einer Anmaßung von Wissen gefallen lassen. Dieser weite Begriff einer Wissensanmaßung ist daher nicht sehr fruchtbar. Nun kann man sich darauf beschränken, den Begriff nur auf staatliches Handeln anzuwenden. Aber dann ergibt sich das Problem (am Beispiel der Zentralbankpolitik), dass jedes Handeln der Zentralbank auf einer „Anmaßung von Wissen“ basiert. Wie Schmieding in seiner Einlassung von gestern richtig bemerkt, ist die EZB auf das Ziel der Preisstabilität festgelegt. Welche Politik hier die zieladäquate ist, kann nur auf der Basis von Annahmen über das zukünftige Verhalten der Wirtschaftsteilnehmer entschieden werden. Diese Annahmen wären dann immer „Anmaßung von Wissen“. Auch eine Politik der Zinserhöhung und der Beendigung des Aufkaufs von Staatsanleihen basierte auf Annahmen, so wie denen, die dem FAZ-Artikel der „Jenaer“ zugrunde liegen. Insofern ist Hayeks Vorschlag konsequent, die staatlichen Zentralbanken abzuschaffen. Indessen kann auch ein solcher Vorschlag nur gerechtfertigt werden, wenn man sich anmaßt, zu wissen, dass dann alles besser wird. Daran hat die „herrschende Lehre“ Zweifel.

Vielleicht war es ein Fehler von mir, diesen Vorwurf einer Anmaßung von Wissen zu erheben. Der Begriff scheint mir letztlich für die wirtschaftspolitische Diskussion unfruchtbar zu sein. Das wäre natürlich zugleich eine Abkehr von einem wichtigen Bestandteil Hayekscher Lehre. Ich denke, die Adepten Hayeks sollten, quasi philosophisch, noch einmal darüber nachdenken, wie der Begriff „Anmaßung von Wissen“ so gefasst werden kann, dass er ein sinnvoller Begriff bleibt. Mich hatte bei dem Jena-Aufruf der Duktus gestört, dass man sehr umstrittene Annahmen als wie selbstverständlich richtig hinstellte und darauf eine Kritik an einer Politik aufbaute, die sich auf herkömmlich wohl etablierte Auffassungen stützt.

Nun zum Inhaltlichen: Die Schäden niedriger Zinsen gibt es natürlich. Sie müssen gegen die Schäden höherer Zinsen abgewogen werden. Es ist jedoch nicht Aufgabe der Zentralbank, dieses zu tun. Sie muss, wie Schmieding richtig sagt, sich an dem ihr gesetzten Ziel der Preisstabilität orientieren. Die Grundvorstellung ist doch die, dass der realwirtschaftliche Gleichgewichtszins derjenige ist, der (im Vergleich zu anderen Zinssätzen) die Wohlfahrt maximiert und dass Preisstabilität als Ziel unter anderem deshalb wichtig ist, weil sowohl ein dauerhaft zu hoher als auch ein dauerhaft zu niedriger Kapitalmarktzins sich selbst verstärkende deflatorische oder inflatorische Entwicklungen verursacht, die den herrschenden Realzins immer weiter weg von seinem optimalen Niveau entfernen. Daher ist es so wichtig, sich Gedanken über die Bestimmungsfaktoren dieses realwirtschaftlichen Gleichgewichtszinses zu machen.

### Natürlicher Zins

Der natürliche Zins ist in der Tat unbekannt. Wicksell nimmt implizit an, dass er auf die lange Frist konstant ist und der Geldzins um den natürlichen Zins schwankt. In der jüngsten Ausgabe des [Economist](#) wird für England gezeigt, dass der nominale Zins heute weit unter dem historischen Mittel (seit 1694 bei etwa 5%) liegt. Bei Annahme eines langfristig konstanten natürlichen Zinses sind die geldpolitischen Fehler bei Wicksell symmetrisch. Wir beobachten hingegen seit Anfang der 1980er Jahre eine asymmetrische Geldpolitik, die in (Finanz-)Krisen die Zinsen stark senkt und in der Erholung nicht wieder in gleichem Maße anhebt (Warum?). Die Konvergenz der nominalen Zinsen gegen Null und die stetige Ausweitung der Zentralbilanzen sind die unweigerliche Konsequenz. Aus dieser Asymmetrie lässt sich ein struktureller geldpolitischer Fehler (oder Anmaßung von Wissen) ableiten, der heute durch Zinserhöhungen wieder rückgängig gemacht würde (auch wenn der Zielpunkt der Zinserhöhung unbekannt bleibt). Die JA fordert eine Abkehr von dieser asymmetrischen Politik. Die Fed und die Bank of England wollen übrigens diesen Weg gehen. Sie sehen sich aber Risiken ausgesetzt, die aus der vorangegangenen beispiellosen monetären Expansion resultieren. (Sie fürchten also, dass die geldpolitische Therapie von gestern Ursache für die Krise von morgen ist.)

### Global Saving Glut

Der von von Weizsäcker (und Summers, Bernanke) vertretene Modellrahmen basiert auf der Annahme, dass alternde Gesellschaften zu viel sparen (Global Savings Glut). Das wachsende Sparen trifft auf zu wenig Kapitalnachfrage. Dieser theoretische Rahmen ist sehr ansprechend. Ich sehe aber wenig empirische Evidenz für diese Hypothese. Insbesondere dann, wenn man zwischen Haushaltssparen und Unternehmenssparen unterscheidet. Meines Wissens ist in den meisten Industrieländern das Haushaltssparen als Anteil am BIP strukturell abgesunken, während das Unternehmenssparen gestiegen ist. Ein Grund für den Anstieg des Unternehmenssparens (insbesondere auch in Japan und China) dürfte die Nullzinspolitik der Zentralbanken sein, die für viele Unternehmen die Fremdkapitalkosten drückt. Die „Kreditklemme“ nach Platzen von Blasen muss deshalb nicht zwingend von den Banken ausgehen, sondern kann auch von den Unternehmen her kommen. Auch wenn in den alternden Gesellschaften der Industrieländer die Spartätigkeit wirklich steigen sollte, steht dieser bei den gegebenen Annahmen in globalisierten Kapitalmärkten eine wachsende Kapitalnachfrage in den aufstrebenden Volkswirtschaften entgegen, deren Bevölkerung immer noch wächst.

CCvW. Ich antworte hier auf die beiden Themen „natürlicher Zins“ und „Global Savings Glut“. Ich halte es für fruchtbar, wenn man den Begriff des Sparens und den Begriff des Vermögens weiter fasst als es bisher in der offiziellen volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung getan wird. Man sollte die Beiträge zur Gesetzlichen Rentenversicherung (auch diejenigen der Arbeitgeber) den privaten Sparleistungen hinzufügen. Analoges gilt für die Vermögensrechnung. Auch die Rentenansprüche aus betrieblichen Altersversorgungswerken sind bei den Anspruchsberechtigten Vermögen. Geht man so vor, dann wird die durchschnittliche „Rentenbezugsdauer“ zu einer bestimmenden Größe des privaten Vermögens der breiten Schichten. Es ist dann m.E. schwer vorstellbar, dass die Sparleistungen der privaten Haushalte im Trend abgenommen haben. Im Gegenteil, sie haben dann im Trend wohl zugenommen. Eine detailliertere Beschreibung in meinem PWP-Artikel, den ich Ihnen früher geschickt habe (dort Abschnitt 2). Der steigenden Lebenserwartung der Menschen auf der Kapitalangebotsseite entspricht keine steigende Lebenserwartung der Realkapitalgüter auf der Kapitalnachfrageseite. Hierzu Abschnitt 3 des PWP-Artikels. Das gilt gerade auch für Immobilien. Wenn wir heute in den deutschen, französischen, Schweizer Stadtzentren – gerade auch in den kleineren, aber auch in den großen – viele „alte“ Gebäude sehen, dann sind diese mit hohem Aufwand vor nicht allzu langer Zeit „grundrenoviert“ worden und werden das in regelmäßigen Abständen immer wieder. Ökonomisch gesprochen, sind diese „alten“ Gebäude meist jünger als die scheußlichen Klötze aus den sechziger und siebziger Jahren, die heutzutage reihenweise abgerissen werden, also nichts mehr wert sind.

Der Dissens zwischen uns kann sehr stark darauf zurückgeführt werden, dass für die „Jenaer“ der Referenzpunkt in Sachen natürlicher Zinssatz die Vergangenheit ist, während ich diesen Referenzpunkt als stark von der Demographie beeinflusst sehe, die sich im Zeitverlauf ändert, dieses natürlich mit epischer Langsamkeit, aber auch mit unveränderter Kraft. In weiterer Zukunft wird aller Voraussicht nach die durchschnittliche Rentnerperiode nicht mehr 20 Jahre sein, wie heute, sondern 25 Jahre. Die Lebenserwartung steigt weiter an – und in den ärmeren Ländern wesentlich schneller als in den reichen Ländern. Werfen Sie mal einen Blick auf den neuesten Weltbevölkerungsbericht der UNO. Daher sind für Sie die Zinssätze der Krise eine schlimme Aberration nach unten – während sie für mich dem realwirtschaftlichen Gleichgewichtszins näher kommen, der vorher durch Immobilienblasen etc., also Fehlinvestitionen, verdeckt war.

Nur zur Terminologie: für mich ist der „natürliche Zins“ der hypothetische Gleichgewichtszins in einer Welt ohne Staatsschulden. Der ist für mich jedenfalls stark negativ. Ob der realwirtschaftliche Gleichgewichtszins mit den heutigen expliziten und impliziten Staatsschulden von mindestens 300% des volkswirtschaftlichen Jahreskonsums negativ ist oder nicht, kann ich nicht mit Sicherheit sagen. Ich vermute aber: ja.

Zu den hohen Ersparnissen der Unternehmen. Dass gerade in Zeiten niedriger Zinsen sich hohe Ersparnisse in den Unternehmen anhäufen, erklären Sie mit den dadurch gesunkenen Zinskosten, also durch eine Art Einkommenseffekt. Andererseits sind die Investitionen gering, ziehen also trotz niedriger Zinskosten nicht an. Das spricht für eine geringe Zinselastizität der Investitionen. Die Kosten einer Investition steigen mit einer Zinserhöhung von 1% p.a. mit  $\tau$  %, wobei  $\tau$  die durchschnittliche Returnperiode der Investitionserträge ist. Somit sind, wie wir alle wissen, langfristige Investitionen sehr viel zinsensitiver als kurzfristige. Der geringe Investitionseffekt niedriger Zinsen in der gewerblichen Wirtschaft deutet damit darauf hin, dass die durchschnittliche Kapitalbindung dort

nicht sehr groß ist. Das kann man natürlich auch an den Bilanzen der Unternehmen ablesen, die eine typische Kapitalbindung von weniger als einem Jahr Umsatz aufweisen. Die Kapitalkosten pro Umsatzeinheit steigen damit um weniger als 1 %, wenn sich der Zinssatz p.a. um einen Prozentpunkt erhöht. Die hohen Kassenbestände der Unternehmen haben zT wohl auch steuerliche Gründe, auf die ich im Einzelnen hier nicht eingehen will. Sodann auch ein Mangel an geeigneten Investitionsmöglichkeiten. Schließlich – in überwiegend oligopolistischen Märkten (inclusive solchen mit starken Netzwerkeffekten) – mögen auch Kriegskasseneffekte eine große Rolle spielen: Abschreckung von new entrants, Abwehr von Übernahmeversuchen, eigene Übernahmeversuche, Honorierung hoher Liquidität an der Börse (bei asymmetrischer Informationsstruktur zwischen Management und Aktionären ist so etwas wie Liquidität ein Indikator dafür, dass es dem Unternehmen gut geht). Es gibt auch Branchen wie den deutschen Maschinenbau, in dem durch den zyklischen Verlauf der Geschäfte nur solche Unternehmen übrigbleiben, die in guten Zeiten viel zurückgelegt haben. Eine starke Fremdfinanzierung ist in der Investitionsgüterindustrie fatal. Das aber bedeutet, dass man das Geld in guten Zeiten beisammen hält und nicht an die Eigentümer ausschüttet, daher hohe Liquidität.

Der Haupttreiber für Investitionen ist sowohl bei Anlagen und Maschinen als auch bei Immobilien die Nachfrage nach den Produkten, die mit dem Realkapital hergestellt werden sollen: der altbekannte Akzelerator. Natürlich gibt es Investitionen, die im Hinblick auf erwartete, aber noch nicht vorhandene Nachfrage nach den daraus resultierenden Produkten getätigt werden: z.B. bei Innovationen. Aber die „Jenaer“ und andere „Schumpeterianer“ vernachlässigen meist den „Kapitalzerstörungseffekt“ von Innovationen. Wenn neue Flugzeuge treibstoff-effizienter sind, dann nimmt der Wert der bisherigen Flugflotte ab. Innovationen generieren zusätzliche Bruttoinvestitionen, jedoch nicht notwendigerweise zusätzliche Nettoinvestitionen. Innovationen können „Harrod-neutral“ sein; sie können arbeitssparend oder kapitalsparend sein. Sie sind kein Allheilmittel für die Lösung des „Saving glut“- Problems. Ich wäre dankbar, wenn man mir in der Diskussionsrunde erklären könnte, warum mit mehr technischem Fortschritt, also mit mehr Innovationen, der Kapitalkoeffizient steigt. Die Zahlen des 20. Jahrhunderts, in dem es viele Innovationen gab, sprechen eine andere Sprache. Vgl. hierzu auch Abschnitt 5 meines PWP-Artikels.

Die Niedrigzinspolitik der EZB wirkt vor allem dadurch, dass mit ihr der Euro schwach ist. Also ein exportinduzierter Gesamtnachfrageeffekt. (Und die Griechenlandprobleme sind eine gute Gelegenheit, den Amerikanern zu erklären, dass man keine bewusste Abwertungspolitik betreibt, obwohl man genau das tut.).

Zu den aufstrebenden Ländern: in meinem PWP-Artikel argumentiere ich in Abschnitt 11 unter Verweis auf Friedrich List, dass die aufstrebenden Länder kein Outlet für die Sparüberschüsse der reichen Länder sind. Siehe die Erfolgsgeschichte China, die mit massiven Exportüberschüssen einherging. Eine aktive Leistungsbilanz der OECD+China-Region gegenüber dem Rest der Welt wäre für diesen eine Katastrophe. Das Kapital ist für jene Länder leicht zu beschaffen, sobald sie sich modernisieren, d.h. sich der westlichen Welt nähern, wie es Ostasien und speziell auch China vorgemacht haben. Das Problem jener Länder ist immer die fehlende institutionelle Struktur, also Anreizstruktur, für erfolgreiches Wirtschaften. Um diese institutionelle Reform zustande zu bringen und damit zu Wohlstand zu kommen, müssen diese Länder in die reiche Welt exportieren. Der Export ist der wichtigste Lehrmeister, um die Armut abzuschütteln. Durch ihn lernt man die Usancen und

Institutionen kennen, die bei den Kunden zu finden sind. China hat das vorgemacht. Ich wäre sehr dankbar für eine Kommentierung meines Abschnitts 11 aus dem PWP-Papier.

### Messung von Preissteigerungen

Die etablierten geldpolitischen Regeln basieren auf der Annahme, dass zwischen Leitzinsänderungen (bzw. heute der Ausweitung der Zentralbankbilanzen) und der auf der Grundlage der üblichen Konsumentenpreisindizes gemessenen Inflation eine stabile Strukturbeziehung besteht. Ich würde anerkennen, dass eine solche Beziehung in den 1950er bis 1970er Jahren bestanden hat. Seit Mitte der 1980er ist dieser Zusammenhang in vielen Ländern aber nicht mehr stabil, für Japan eher invers (siehe rollender Koeffizient im Anhang). Das liegt insbesondere daran, dass sich die Wirkung der Geldpolitik vermehrt in den Vermögenspreisen äußert. Ebenso bei Preisen von Luxusgütern, die in den üblichen Konsumentenpreisindizes u.U. nicht mehr ausreichend repräsentiert sind. Die von von Weizsäcker genannten Mietpreise sind rigide und meist stark reguliert. Sie bilden stark steigende Immobilienpreise in Ballungszentren nicht ausreichend ab. Auf den Zusammenhang zwischen Fremdkapitalkosten und Güterpreisen wurde von Herrn Erdmann verwiesen.

### Wirkung des Zinses auf Investitionen

Herr von Weizsäcker wünscht sich ein Modell, in dem die Verschiebung der Zinskurve zu einer inversen Verschiebung der Investitionskurve führt. So ist aus meiner Sicht der Beitrag der Jenaer Allianz nicht zu verstehen. Es geht um die Verbesserung der Investitionsbedingungen, indem der Anreiz zur Spekulation (Malinvestment im Sinne von Hayek) reduziert und die Allokations- und Signalfunktion der Zinsen wiederhergestellt wird. Über unterschiedliche Transmissionskanäle könnte dies zu **mehr renditenträchtigen realen Investitionen** führen, weil sich die Anreize verändern. In diesem Sinne bezieht sich unsere wirtschaftspolitische Empfehlung auf Hayek, *The Use of Knowledge in the Society* (1945, AER). Die „schöpferische Zerstörung“ nach Schumpeter kann langfristig positiv auf die Investitionstätigkeit wirken, wenn Ressourcen freigesetzt werden, die in nicht renditenträchtigen Unternehmen / Sektoren gebunden sind (siehe Zombiediskussion zu Japan). Es gibt wirtschaftshistorisch durchaus Beispiele, wo höhere Zinsen nach einem strukturellen Anpassungsprozess zu mehr Investitionen und Wachstum geführt haben. (Siehe die Transformationsprozesse in den mittel- und osteuropäischen Staaten nach 1990.) Zudem kann ein höheres Zinsniveau mehr renditenträchtige reale Investitionen bewirken, wenn es die Unternehmen zu Produktivitätssteigerungen zwingt (siehe dazu auch Leibenstein, AER, 1966).

### Reallohnrepression

Herr von Weizsäcker liest den Beitrag der Jenaer Allianz dahingehend nicht ganz korrekt, dass wir allein zu niedrige Zinsen als Ursache des geringeren Wachstums sehen. Es kommt ebenso (als Folge der Geldpolitik) für breite Bevölkerungsschichten zur Reallohnrepression, die die Kaufkraft (und damit auch die Inflation) dämpft (siehe Japan und europäische Krisenländer).

CCvW. Was ist Ursache, was ist Wirkung? Herkömmlich erklärt man die niedrigen Reallöhne wenig qualifizierter Arbeitskräfte in den reichen Ländern unter anderem mit dem Stolper-Samuelson-Effekt

der Globalisierung. Sie sind die andere Seite der Medaille, deren erste Seite der massive Anstieg des Lebensstandards in China und Südostasien ist. Dadurch ergibt sich zugleich ein Anstieg der Gewinne in den reichen Ländern, die allerdings stärker als früher abgekoppelt vom Kapitaleinsatz sind. Die Realkapitalbindung von Apple, Google, Amazon ist minimal im Vergleich zu den Gewinnen oder zu den (wie bei Amazon) in der Expansion vorerst versteckten Gewinnen.

Übrigens erfuhr ich gerade gestern von einer interessanten Arbeit aus dem Institut der Deutschen Wirtschaft von den Autoren Demary und Niehues, die die von den „Jenaern“ behaupteten ungunstigen Verteilungseffekte der niedrigen Zinsen jedenfalls für Deutschland widerlegen. Ich lege diese Arbeit bei.

Ich stimme zu, dass niedrige Zinsen mit dazu verleitet haben, eine neue Industrie der Derivate aufzubauen, in die auch viel Geld geflossen ist. Aber den Finanzaktiva müssen immer auch Finanzpassiva entgegenstehen. In einer geschlossenen Wirtschaft wie der Weltwirtschaft ist das Reinvermögen der Menschen (Unternehmen und Staat durchgerechnet auf die Inhaber und Bürger) immer gleich dem Realvermögen. Also, wenn A Finanzaktiva statt Realvermögen erwirbt, muss irgendwo anders z.B. bei P die Passivseite auch gestiegen sein. Aber was ist mit der Aktivseite von P? Entweder hat sich sein Realvermögen erhöht, sodass das bei A wegen seiner Umdisposition geringere Realvermögen nunmehr durch das höhere Realvermögen bei P kompensiert ist. Oder P hat seinen Netto-Schuldenstand erhöht und den Vorteil aus der Entgegennahme des Geldes an andere weiter gegeben: dann ist P der Staat, der die Steuern gesenkt hat. Barro-Ricardo sagt uns, dass dem Steuerzahler dann gleich hohe Vermögensverluste durch höhere Steuern in der Zukunft ins Haus stehen, sodass die Bürger durch dieses Steuergeschenk im Saldo nicht profitieren. Aber Barro-Ricardo gilt nicht, wenn  $r < g$ , wobei  $r$  hier der vom Fiskus zu zahlende Zinssatz ist. Dann aber sind die Bürger reicher geworden um das Ausmaß der von A erworbenen Finanzaktiva, sodass der Verlust an Realkapital bei A keinen Verlust der Bürger insgesamt bedeutet. Nun kann man fragen, ob der Verlust an Realkapital nicht doch zu weniger Konsummöglichkeiten führt. Das aber ist dann nicht der Fall, wenn  $r < g$ . Hierzu im Einzelnen mein PWP-Paper, insbesondere Abschnitt 4 sowie Abschnitt 7.6.

Für mich ist die bisherige Quintessenz der Diskussion um den aufgeblähten Finanzsektor, dass es gar nicht darum geht, ob er Realvermögen verdrängt, wenn Menschen ihr Vermögen dem Finanzsektor zur Verfügung stellen. Es geht vielmehr darum, wie gut er seine Allokationsfunktion bei der Bildung und Verwendung von Ressourcen wahrnimmt. Hier mag eine zu hohe Leverage-Ratio ein Störfaktor sein. Aber das ist ein ganz anderes Thema.

## Japan

Ich folge der wirtschaftlichen Entwicklung in Japan seit 1986, also seit dem Beginn der Blasenökonomie. Ich habe lange in Japan gelebt und geforscht. Ich kenne niemand, der die Existenz der Bubble Economy bestreitet. Der Einfluss billigen Geldes als Nährboden der Blase wird von den japanischen Ökonomen meist anerkannt. Wer heute nach Japan reist und mit den Japanern spricht, kann schwer behaupten, dass die lang anhaltende Stagnation und die gewachsene Perspektivlosigkeit für breite Bevölkerungsschichten nicht als schmerzhaft empfunden wird. Inzwischen zeichnet sich auch ab, dass auch die Abenomics nicht der erhoffte wirtschaftspolitische Befreiungsschlag sind. Die

Kosten des Krisenmanagements zeigen sich für Japan in sinkenden Reallöhnen, dem dramatischen Anstieg von prekären Beschäftigungsverhältnissen und Verteilungseffekten zugunsten der Reichen. Die Zentralbank muss in großem Umfang Staatsanleihen kaufen, um dem Staatsbankrott vorzugreifen. Die Diskussion um Zombiebanken und Zombieunternehmen und damit die Frage nach der Wirkung der Nullzinspolitik auf Anreize auf der Mikroebene (siehe Caberello et al., AER, 2008) spielt für die anhaltende Stagnation Japans eine zentrale Rolle. In diesem Zusammenhang ist auch darauf zu verweisen, dass die wirtschaftspolitischen Empfehlungen von Svensson, [Bernanke, Posen und anderen](#) (2001), die die unkonventionelle Geldpolitik in Europa und den USA vorweggenommen haben, in Japan nicht die versprochene wirtschaftliche Erholung gebracht haben. Eine Abwertung des Yen leitet Abwertungswettläufe (Europa, Ostasien) ein. Sie destabilisiert deshalb zusätzlich, statt langfristig zu stabilisieren (siehe Japan und die Asienkrise). Mich würde interessieren, was Europa von Japan unterscheidet, so dass wir nicht einen ähnlichen Pfad beschreiten.

CCvW. Sie verstehen von Japan natürlich mehr als ich. Ich weiß nicht, ob man schon ein definitives Urteil über Abenomics fällen kann. Die starke China-Abhängigkeit der japanischen Exporte mag dazu führen, dass die Verlangsamung des Wachstums in China den Aufschwung in Japan verzögert. Was die Yen-Abwertung betrifft, so stimme ich zu, dass ein Abwertungswettlauf schlecht wäre. Das Argument verwenden auch gerade die USA, um die Schwächung des Yen auch mit politischen Mitteln zu bekämpfen. Aber warum besteht eigentlich ein so starker Anreiz, die eigene Währung schwach zu halten? Ist das nicht genau der Savings-Glut? Angenommen, die Investitionsbereitschaft sei so groß, dass auch bei einem positiven Zins  $I > S$  gilt, bei ausgeglichener Leistungsbilanz. Es besteht die Gefahr der Inflation. Dann will man doch eher eine Aufwertung der eigenen Währung. Die Gefahr eines Abwertungswettlaufs besteht dann nicht. Dass wir einen Abwertungswettlauf befürchten müssen – so wie in den dreißiger Jahren – ist doch Signal dafür, dass es mit dem Savings-Glut ernst ist. Beste Grüße CCvW.

Mit freundlichen Grüßen

Gunther Schnabl

Lieber Herr Schnabl – wir haben zum Teil gleiche Vorlieben, hier den Hayek-Aufsatz “The Use of Knowledge in Society“. Ich habe vor 10 Jahren beim Walter Eucken Institut einen Vortrag gehalten, der auch in schriftlicher Form in ORDO erschienen ist. Den lege ich bei. Die Quintessenz ist, dass Hayek sich selbst insofern nicht zu Ende gedacht hat, als auch Preise überwiegend recht lokale Informationen sind. Die daraus resultierende „Marktasymmetrie“ führt dann auf Makro-Ebene auf dem Umweg über Adam Smith wieder zu dem Keynes-schen Thema “effective demand“. Ich werde beim VfS in Münster in ein paar Wochen einen Vortrag halten, wo ich diesen Zusammenhang zwischen Marktasymmetrie und effective demand wieder aufgreife, beides aber diesmal verknüpfend mit meiner These vom negativen natürlichen Zins.

Beste Grüße

Carl Christian von Weizsäcker

Lieber Herr von Weizsäcker,

besten Dank für Ihre sehr ausführliche Antwort. Ich hoffe, mich bald damit befassen zu können.

Beste Grüße

Gunther Schnabl

Die Aussage "it takes a model to beat a model" klingt sehr sportlich, schränkt aber auch sehr ein. Alles, was (im Rahmen der gegebenen Modellgenerationen) nicht modellierbar ist, wird als unmöglich abgelehnt. Ich empfehle einen Blick auf Hayek (1945, AER): <http://www.econlib.org/library/Essays/hykKnw1.html>. Das Papier wirkt aus Sicht dieser Diskussion sehr aktuell.

Nein, nein, nein, ich finde, das kann man Ihnen nicht durchgehen lassen (im uebrigen, gegen Sport kann ja niemand was haben, aber Polemik beiseite). Den Teilnehmern dieser Diskussion wurde versichert, dass Ihre Analyse auf der althergebrachten oesterreichischen Kapitaltheorie basiert, womit impliziert werden sollte, dass es eine profunde und auch den Test der Zeit bestehende theoretische Fundierung fuer Ihre geldpolitischen Forderungen gaebe. Dazu ein paar Anmerkungen:

- 1) Man sollte doch denken, dass nach all den Jahren, ueber 50 sind es ja gewiss, sich jemand mal die Muehe gemacht haette, diesen angeblichen Standardpunkt der oesterreichischen Kapitaltheorie sauber auszuarbeiten. Oder sagen Sie etwa, dass das prinzipiell nicht modellierbar ist?
- 2) Das letztere kann ich nicht glauben, denn schliesslich geht es hier ja nicht darum, vielleicht wirklich formal schwer zu erfassende Dinge wie irrationales oder jedenfalls vom Optimierungsparadigma abweichende Phaenomene zu modellieren. Ich dachte eigentlich, dass Firmen wenn sie investieren auch bei den Oesterreichern den langfristigen Gewinn maximieren, oder?
- 3) Wenn das aber der Fall ist, muesste es doch moeglich sein, genau anzugeben, welche Friktionen oder allgemeinen Gleichgewichtseffekte dazu fuehren, dass hoehere Zinsen zu mehr bzw. jedenfalls besseren Investitionen und mehr Wachstum fuehren.
- 4) Mit anderen Worten: ich wuerde eigentlich gerne nur genau wissen, aufgrund welchen Mechanismus es den von Ihnen behaupteten crowding effect guter Projekte bei niedrigen Zinsen gibt. Liegt das vielleicht an Such- oder sonstigen Kapitalanpassungsfriktionen – das Papier von House und Leahy, das asymmetrische Information mit Kapitalanpassungsfriktionen kombiniert – koennte ein Anfang sein: [http://www-personal.umich.edu/~chouse/papers/ss\\_03.pdf](http://www-personal.umich.edu/~chouse/papers/ss_03.pdf) Ich meine das ganz unpolemisch: ich wuerde es einfach nur gerne genau verstehen.
- 5) Wie wollen Sie denn uns andere von der Richtigkeit Ihrer geldpolitischen Empfehlungen ueberzeugen, wenn Sie nur Hayek sagen, uns aber keine genauen Mechanismus angeben (von dessen Quantifizierung einmal ganz abgesehen)? Ganz zu schweigen von Zentralbaenkern. Verstehe ich nicht.

HG

RB

-----  
Ruediger Bachmann

Lieber Herr Bachmann,  
lieber Herr Schnabl,

ich versuche einmal, Ihre Positionen modelltheoretisch zu vermitteln,  
weil es hier möglicherweise um ein semantisches Problem geht.

1. Aus unseren Studientagen sind wir gewohnt, Investitionsprojekte durch Renditen  $r$  zu beschreiben. Der Zinsmechanismus scheidet dann alle Projekte aus, für die  $r < i$  gilt.
2. Nimmt man, wie seit Kyiotaki/Moore (1997) üblich, die Besicherbarkeit hinzu, lassen sich Investitionsprojekte als Paare  $(r, z)$  beschreiben. Es scheiden jetzt alle Projekte aus, für die  $r < i$  oder  $z < Z$  gilt, mit  $Z$  als geforderter Mindestbesicherung.
3. Eine geplatze Immobilien- und Finanzblase kann die Merkmale  $z$  mindern oder die Mindestanforderung  $Z$  erhöhen. In diesem Fall sind manche Projekte, die eigentlich rentabel wären, mangels Besicherbarkeit nicht mehr finanzierbar.
4. Aspekt Schnabl: Szenario 3 führt zu sinkenden Zinsen und zugleich zu sinkendem Wachstum, wenn tendenziell die besonders rentablen Projekte schlecht besicherbar sind; es kommt also auf die gemeinsame Verteilungsfunktion von  $r$  und  $z$  an.
5. Aspekt Bachmann: Daran ist aber nicht die Geldpolitik schuld, sondern die geplatze Blase. Ein höheres Wachstum stellt sich nicht ein, wenn die Notenbank gegen den Markt die Zinsen erhöht, sondern wenn die Kreditrationierung wegfällt.

Insofern ist die Aussage "Bei höheren Zinsen hätten wir mehr Wachstum" richtig, wenn sie den Wegfall der Kreditrationierung meint, aber (wohl) nicht, wenn sie die Geldpolitik meint.

Viele Grüße  
Ihr Stefan Homburg

Danke, Herr Homburg.

Das verstehe ich, bezweifle aber, dass es das ist, was die Jenaer meinen koennen (aus den von Ihnen genannten Gruenden). Im Gegenteil, man koennte umgekehrt argumentieren, dass in einer solchen Situation die Geldpolitik dazu verwendet werden koennte, toxic assets aufzukaufen, vom Markt zu nehmen, und damit das asymmetrische Informationsproblem zu lindern (an einem solchen Modell arbeite ich schon seit einiger Zeit mit Chris House, wenn es auch noch nicht zirkulierbar ist). Das waere aber dann wahrscheinlich eine sehr aktivistische Geldpolitik, und ganz was anderes als die Jenaer zu wollen scheinen. Oder irre ich mich? Die Jenaer sollen es selbst sagen...

Herzliche Gruesse

RB

Lieber Rüdiger,

lieber Herr Homburg,

lieber Herr Schnabel,

interessant ist vielleicht in diesem Zusammenhang ein Papier, welches umfangreich auf dem diesjährigen NBER-SI vorgetragen wurde und letztlich einen ähnlichen wie den Jenaer Punkt versucht, empirisch für Spanien zu

machen: [https://www.dropbox.com/s/x3l3h5ihjgvfkn0/Paper\\_LK\\_NBER\\_SI.pdf?dl=0](https://www.dropbox.com/s/x3l3h5ihjgvfkn0/Paper_LK_NBER_SI.pdf?dl=0)

niedrige Realzinsen führen zu einer schlechteren Kapitalallokation im Querschnitt der Ökonomie.

Man kann vielleicht diesen Punkt in der vorangegangenen Notation vereinfacht wie folgt darstellen: Sinken die Zentralbankzinsen, dann steigen (kurzfristig) die Preise  $P_k$  produktiver Assets,  $K$ . Wenn die Preise,  $P_s$ , der Assets die Unternehmer als Sicherheiten,  $S$ , hinterlegen weniger stark (stärker) steigen (was mir eine empirische Frage scheint), dann wird die Beleihungsrestriktion  $z(i) = P_s S / (P_k K) > Z$  strikter (weniger strikt) und die Allokation hängt im Querschnitt der Ökonomie stärker von der Verteilung der Sicherheiten, als von der Rentabilität  $r(i)$  der Projekte ab.

Das Argument ist natürlich insofern etwas arg vereinfacht, als  $P_s$ , und  $P_k$  Gleichgewichtsobjekte sind.

Herzliche Grüße

Christian Bayer

Danke Christian, das ist doch interessant und bringt uns weiter.

-----  
Ruediger Bachmann

12.8.15

Lieber Herr Homburg,

lieber Herr Bachmann,

lieber Herr Bayer,

vielen Dank für die sehr hilfreichen Hinweise. Der Unterschied heute ist, dass die Geldpolitik nicht symmetrisch, sondern asymmetrisch agiert:

(1) In einer komparativ statischen Analyse bestehen unterschiedliche Investitionsprojekte  $j \in \{1, \dots, n\}$  mit unterschiedlichen erwarteten Renditen  $r_j$ , die z.B. wie folgt gereiht werden können:  $r_1 < r_2 < r_3 < r_4 \dots < r_n$ .

(2) Der Zins entscheidet, welche Projekte realisiert werden (Allokationsfunktion des Zinses). Senkt die Zentralbank den Zins ( $it_2 < it_1$ ), wird das Kreditvolumen ausgeweitet. Es werden mehr Projekte mit geringerer Rendite realisiert (von prime zu subprime). Die durchschnittliche Rendite aller Investitionsprojekte sinkt im kreditgetriebenen Aufschwung.

(3) Aus Sicht der österreichischen Konjunkturtheorie muss die Zentralbank den Zins zu einem bestimmten Zeitpunkt auf  $it_3 > it_1 > it_2$  wieder anheben. Für zahlreiche Projekte gilt nun  $r_j < it_3$ , sodass diese abgebrochen werden müssen. Die durchschnittliche Rendite aller Investitionsprojekte steigt wieder. Es werden Ressourcen freigesetzt, die für Investitionsprojekte mit höherer erwarteter Rendite eingesetzt werden können (Reinigungsprozess / schöpferische Zerstörung). Für die neuen Projekte muss gelten:  $r_j > it_3$ .

(4) Bleibt dieser Ausleseprozess aus, weil die Zentralbank den Zins aktiv auf dem niedrigen Niveau  $it_2$  hält, steigt die durchschnittliche Rendite der Investitionsprojekte nicht (man könnte auch sagen, die durchschnittliche Produktivität, die im Aufschwung gesunken ist, bleibt niedrig). Die Ressourcen bleiben in unproduktiven Bereichen gebunden (Nach Caballero et al. 2008 halten in Japan von niedrigen Zinsen abhängige Zombiebanken Zombieunternehmen am Leben). Wenn die Zentralbank den Zins weiter drückt (z.B. auf  $it_4 < it_2$ ), dann sinkt die durchschnittliche Rendite aller Investitionsprojekte weiter und noch mehr Ressourcen werden in unproduktiven Bereichen gebunden. Dies hat einen langfristigen Effekt, da bei einem großen Anteil Investitionsprojekten mit niedriger Produktivität (die Unternehmen sind nicht mehr dem Wettbewerb ausgesetzt) der technische Fortschritt (wie z.B. in der Cobb-Douglas-Funktion mit einem Technologieparameter modelliert ist) ausgebremst wird. Die wirtschaftliche Dynamik erlahmt, die Investitionen gehen zurück.

(5) Erhöht die Zentralbank in dieser Situation den Zins, z.B. auf  $it_5$  (z.B.  $= it_1$ ), dann müssen alle Investitionsprojekte mit niedrigerer Rendite abgebrochen werden (Dies kommt einer schmerzhaften Anpassungsrezession gleich, die weithin gefürchtet wird.). Die durchschnittliche Rendite aller verbleibenden Investitionsprojekte aber steigt. Zudem werden Ressourcen freigesetzt, die für neue Investitionsprojekte zur Verfügung stehen. Es können nur Projekte auf den Weg gebracht werden, für die  $r_j > it_5$  gilt. Es wird mittelfristig ein Strukturwandel in Gang gesetzt, der die Ressourcen in Wirtschaftssektoren mit höherer Produktivität verlagert. Dies stärkt Innovationen und den technischen Fortschritt und begünstigt damit Investitionen und Wachstum. Der Zeitpfad der totalen Faktorproduktivität in einer Welt mit wiederholten Rezessionen liegt oberhalb dem Zeitpfad der TFP bei künstlich unterdrückten Rezessionen. Transmissionskanäle der Stagnation sind ausbleibender Strukturwandel und ausbleibende Innovationen, Investitionen.

Eine rigorose Modellierung dieser Hypothese ist nicht trivial und steht meines Wissens noch aus. Dies bedeutet aber aus meiner Sicht nicht, dass die Hypothese falsch ist. Insbesondere die empirische Literatur, die Niedrigzinsen mit geringem Produktivitätswachstum in Verbindung bringt, wächst (ich danke Herrn Bayer für den Hinweis, siehe auch unten).

Diese Sichtweise umfasst noch nicht die Tatsache, dass die asymmetrische Geldpolitik der großen Zentralbanken für die Unternehmen einen Anreiz gibt, in spekulatives Finanzvermögen zu investieren statt in produktives Realkapital. Werden in Reaktion auf Finanzkrisen systematisch Zinsen gesenkt, kommt dies einem Versicherungsmechanismus für Spekulation gleich. Die Risiken von einzelnen realen Sachinvestitionen müssen hingegen die Unternehmer selbst tragen. Ein Zinsanstieg würde diesem Prozess entgegenwirken und weitere Ressourcen für renditeträchtige Realinvestitionen freisetzen.

Caballero, Ricardo / Hoshi, Takeo, / Kashyap, Anil (2008): Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan. *American Economic Review* 98, 5, 1943–1977.

Cardarelli, Roberto / Lusinyan, Lusine (2015). U.S. Total Factor Productivity Slowdown: Evidence from the U.S.. *IMF Working Paper* 15/116.

Barnett, Alina / Chiu, Adrian / Franklin, Jeremy / Sebastián-Barriel, María 2014: The Productivity Puzzle: a Firm-Level Investigation into Employment Behaviour and Ressource Allocation over the Crisis. *Bank of England Working Paper* 495.

Peek, Joe / Rosengren, Eric (2005): [Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan](#). *American Economic Review* 95, 4, 1144-1166.

Sekine, Toshitaka / Kobayashi, Keiichiro / Saita, Yumi (2003): [Forbearance Lending: The Case of Japanese Firms](#). *Bank of Japan Institute for Monetary and Economic Studies* 21, 2, 69-92.

---

Gunther Schnabl

13.8.15

Lieber Herr Schnabel,

ich denke, Herrn Homburgs Argument mit der Qualität der für Kredite verlangten Sicherheiten passt sehr gut in die österreichische Konjunkturtheorie. Die Banken stellen ihre Anforderungen an Kreditsicherheiten auf prozyklische Weise: im Aufschwung immer lockerer, im Abschwung immer restriktiver. Senkt die Zentralbank im Abschwung den Zins und erhöhen die Banken die Anforderungen für Kreditsicherheiten, dann wird zwar der Schuldendienst für Altkredite leichter, aber Neukredite werden trotz Zinssenkung nicht vergeben. Da die Zentralbank im Abschwung die Anforderungen an ihre Kreditsicherheiten gegenüber den Banken lockert, wird es noch leichter,

marode Altkredite zu refinanzieren. Es kommt zur Zombifizierung ohne Neuinvestitionen. Niedrigzinspolitik hilft da wenig. Notwendig ist eine Bereinigung der Bankbilanzen.

Wenn die Zentralbank im Abschwung ihre Zinspolitik durch Ankäufe risikoarmer Papiere erweitert, verknüpft sie das Angebot an Sicherheiten von hoher Qualität. Kein Wunder, wenn dann die Zinsen auf die als Sicherheiten begehrten Papiere in den negativen Bereich fallen. Mit einem Rückgang des "natürlichen Zins" hat das meiner Meinung nach nichts zu tun. Vielmehr handelt es sich um eine spread-Ausweitung zwischen risikoarmen und risikoreichen Papieren am Kreditmarkt.

Beste Grüße,

Thomas Mayer

14.8.15

Lieber Herr Schnabl,

mit (1) und (2) geben Sie eine gelungene Darstellung des Wicksellschen kumulativen Prozesses. **Aber:** Wo sehen Sie den "kreditgetriebenen (inflationären) Aufschwung", auf den die Notenbank mit einer Zinserhöhung reagieren muß?

Meines Erachtens können wir die letzten 7 Jahre nicht allein mit "r" erklären, sondern wir benötigen zusätzlich "z", die verlangte Sicherheit.

**Beispiel:** Wenn man sich momentan auf dem Zürcher Immobilienmarkt umschaut, findet man Wohnungen, die man für 4.000 sfr mieten kann, für rund 2,4 Mio. sfr. Finanzieren kann man zu rund 1%, das macht bei Vollfinanzierung eine monatliche Zinsbelastung von 2.000 sfr, also genau die Hälfte der Miete.

**Frage:** Warum gibt es überhaupt Mieter in Zürich? **Antwort:** Weil die konservativen Schweizer Banker 30% Prozent Eigenkapital sehen wollen, das ist wohl nicht verhandelbar. Diese Kreditrationierung ist für mich der Kern des Problems. Wie Thomas Mayer so schön geschrieben hat: Würden die Schweizer Banker optimistischer, beleihen sie vielleicht zu 90% ("Alt A") oder dann zu 100% ("subprime"). Dies stimuliert die Nachfrage und führt zu einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung steigender Immobilienpreise. Bis zur nächsten Krise...

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg – richtig, was die Sicherheiten betrifft. Aber das führt zum Thema Risiko von Investments: Die Fremdkapitalquote eines als Sicherheit dienenden Investitionsobjekts verhält sich invers zu dessen Risiko, oder die Eigenkapitalquote, die vom Gläubiger gefordert wird, verhält sich „proportional“ zum Risiko, wobei das Risiko hier aus der Sicht des Gläubigers gesehen wird.

Nur der Staat erhält im größeren Stil Kredit ohne Sicherheiten im engeren Sinn dieses Wortes. Das deshalb, weil er künftige Steuereinnahmen als Quasi-Sicherheit anbieten kann.

Und damit ist auch klar, dass die Kreditvergabe an Private prozyklisch ist, wie von Th. Mayer schon festgestellt, aber wohl auch in der makroökonomischen Literatur im Einzelnen ausgearbeitet. Die staatliche Kreditnahme ist daher auch prozyklisch. Der Staat ist sozusagen „Borrower of Last Resort“. Er kompensiert im Abschwung die Lücke zwischen anlagesuchendem Vermögen in risikofreie Anlagen und dem Mangel an geeigneten Sicherheiten. Das ist einfach dasselbe wie der automatische Stabilisator, den der Fiskus darstellt, nur aus der Sicht des Kreditmarktes betrachtet. Dies alles natürlich nur, wenn die Solvenz des Fiskus außer Frage steht.

Wie ich in meinem PWP-Artikel Abschnitt 6 nochmal darlege, sind Investments in Boden risikobeladene Investments. Daher ist der Preis von Boden selbst bei einem Zins von Null für risikofreie Darlehen ein ganzes Stück unterhalb von Unendlich. Details dort. Das ist ja meine Antwort auf Ihr Bodenargument gegen meine These vom negativen natürlichen Zins. Wenn Sie da eine Schwachstelle in meiner Argumentation sehen, wäre ich für einen Hinweis dankbar.

Die von Hellwig geforderte höhere Eigenkapitalausstattung von Banken würde übrigens die Prozyklizität der Kreditvergabe abschwächen. Sie würde damit wohl auch die Prozyklizität der Immobilienpreise vermindern.

Beste Grüße

CCvW

Lieber Herr von Weizsäcker,

was Ihre Ausführungen in der Passage angeht, die ich unten im Zitat unterstrichen habe, besteht zwischen uns kein Gegensatz: Grund und Boden sichert im stationären Zustand dynamische Effizienz. Dasselbe gilt entlang eines perfect foresight paths, also langfristig. In der kurzen Frist wird dieser Mechanismus außer Kraft gesetzt.

Der letzte Satz in meinem GER 2014 Aufsatz lautete: "Looked at in this way, land is both a long-run stabilizer and a short-run destabilizer of economic development."

Zur Illustration für Sie und die anderen Diskussionsteilnehmer füge ich eine Graphik mit dem europäischen Hauspreisindex bei: Seit 2007 ist in Südeuropa bis zu 1/3 der Besicherungsmasse weggeschmolzen. Zu denken gibt mir insbesondere der ungebrochene Abwärtstrend in Italien. Ist das der nächste Rettungskandidat?

Herzliche Grüße  
Ihr Stefan Homburg

15.8.15

Lieber Stefan Homburg – nochmal zum Thema „Boden“. In dem Abschnitt 6 meines PWP-Artikels schreibe ich ja, dass das Preisrisiko bei Boden ein qualitativ anderes ist als bei produzierten Gütern. Bei letzteren gibt es eine negative Rückkopplung: schon Adam Smith hat das gesehen, als er den Marktpreis vom „natürlichen“ Preis unterschied, der sich auf die Herstellungskosten zurückführen lässt. Liegt der Marktpreis über dem natürlichen Preis, so erhöht sich das Angebot dieses Gutes durch

vermehrte, weil überdurchschnittlich profitable Produktion. Daher geht der Marktpreis in Richtung „natürlichen Preis“ zurück. Analog mit umgekehrtem Vorzeichen für einen Marktpreis unter dem „natürlichen Preis“ . – Diese negative Rückkopplung fehlt beim Boden. Denn es ist für Ihre Theorie ja entscheidend, dass der Bodenpreis gerade nicht von irgendwelchen Produktionskosten für Boden bestimmt wird. Daraus ziehe ich als Kapitaltheoretiker die Konsequenz, dass man über die Millionen unterschiedlicher produzierter Güter aggregieren kann, indem man für sie den „natürlichen Preis“ verwendet, der endogen im Rahmen eines Allgemeinen Gleichgewichts bestimmt wird. Diese Aggregation gelingt, was den Faktor „Kapital“ betrifft, mittels der temporalen Kapitaltheorie in Nachfolge Böhm-Bawerks. In meinem Paper „Public Debt Requirements in a Regime of Price Stability“ aus dem Jahre 2011 habe ich nachgewiesen, dass diese Aggregation funktioniert, indem man den makroökonomischen Kapitalbedarf auf die (modernisierte) Böhm-Bawerksche Produktionsperiode zurückführen kann. Ferner gilt dann für ein Modell ohne Boden, dass das Allgemeine Gleichgewicht durch die Gleichung  $Z = T + D$  charakterisiert werden kann, wobei  $Z$  die Warteperiode der Sparer,  $T$  die durchschnittliche Produktionsperiode und  $D$  die Staatsschuldenperiode ist. Dies gilt im Steady State einer stationären oder gleichmäßig wachsenden Volkswirtschaft. Das Vorgehen, den jeweiligen Marktpreis durch den „natürlichen“ Preis zu ersetzen, ist durch die genannte negative Rückkopplung gerechtfertigt.

Dieses Aggregationsverfahren funktioniert NICHT bei Boden. Denn da fehlt diese negative Rückkopplung. Dann aber muss man konstatieren, dass jedes Stück Boden sein idiosynkratisches Risiko trägt. Wir sehen das ja diese Tage in den Berichten über den Verfall der Häuserpreise in großen Teilen Deutschlands, bei gleichzeitigem Ansteigen der Bodenpreise in den Großstadtlagen München, Hamburg, Berlin, Hannover, Köln, Stuttgart etc., sowie in ausgewählten Kleinstadtlagen wie Heidelberg, Freiburg, Münster etc. Dieses idiosynkratische Risiko führt zu Risikoprämien bei der Bodenpreisbildung, die auch kaum wegdiversifiziert werden können. Dazu kommt politökonomisch das spezifische Besteuerungsrisiko des Bodens, der nicht wie produzierte Güter ins Ausland ausweichen kann. Details in meinem Abschnitt 6 des PWP-Papers. Daher kann es sein, dass auch bei einem Zins von Null die Bodenpreisbildung nicht ausreicht, um den Hiatus zwischen dem Vermögensbildungswunsch und der Realkapitalnachfrage zu decken, dass also mit anderen Worten der natürliche Zins (bei Abwesenheit von Staatsschulden) negativ ist. Daher ist die Bodenpreisbildung auch nicht geeignet, einen Gleichgewichtszins zu garantieren, der dynamischer Effizienz entspricht ( $r > g$ ). Was ist falsch an diesem Gegenargument gegen Ihre These, dass der Boden immer  $r > g$  garantiert?

Es war mir wichtig- trotz des gegenteiligen Ratschlags von Robert Solow in einem langen Brief nach Lektüre meines genannten Aufsatzes aus dem Jahr 2011 – den „österreichischen“ Ansatz beizubehalten, genau wegen des hier genannten Unterschieds in der Aggregationsmöglichkeit zwischen produzierten Gütern und den zahlreichen heterogenen Stücken Land und den daraus resultierenden unterschiedlichen Effekten in Bezug auf Risikoprämien.

Beste Grüße

Ihr CCvW

Lieber Herr Homburg,

ich stimme Ihnen zu. Die Sicherheiten geben dem Modell einen wichtigen zusätzlichen Erklärungswert, wie auch Herr Mayer angemerkt hat.

Die Sicherheiten können auch erklären, warum in globalisierten Kapitalmärkten eine (nationale) Geldpolitik auf unterschiedliche Segmente der globalen Finanzmärkte (im In- oder Ausland) wirken kann. Nach dem Platzen der japanischen Blase hat die Bank of Japan die Zinsen gesenkt, um die inländische Kreditvergabe zu reanimieren. Dass die Kreditvergabe trotzdem zurückgegangen ist, hatte sicherlich auch mit der Wertentwicklung der Sicherheiten (sowie einer stärkeren Regulierung der inländische Kreditvergabe) zu tun. Der Wert der Sicherheiten in Japan ist nach Platzen der Blase immer weiter gesunken.

Die japanischen Geschäftsbanken haben deshalb in Reaktion auf die expansive Geldpolitik der Bank of Japan mehr Kredite nach Südostasien vergeben, wo der daraus entstehende Boom den Wert der Sicherheiten weiter nach oben getrieben hat (ebenso war die Regulierung der Kreditvergabe dort laxer). Die Folge waren Übertreibungen auf den Aktien- und Immobilienmärkten der südostasiatischen Staaten. Die daraus resultierende Asienkrise hatte einschneidende Rückwirkungen auf den japanischen Bankensektor und damit auch wieder auf die Fortführung der Niedrigzinspolitik.

Grüße

Gunther Schnabl

Lieber Herr von Weizsäcker,

Sie schreiben dem Land ein höheres Risiko als dem produzierten Kapital zu (siehe unten): Insbesondere könne Land anders als produziertes Kapital nicht einer Enteignung/Besteuerung durch Flucht ins Ausland ausweichen.

Betrachten Sie Fig. 4 im beiliegenden Aufsatz: Produziertes Kapital besteht zum weitaus größten Teil aus Gebäuden. Maschinen und Anlagen machen nur rund 5% des nichtfinanziellen Vermögens aus. Gebäude können aber ebenso wenig ins Ausland entfliehen wie Land.

Letztlich ist die Frage  $r > g$  eine **empirische**. Julia Knolle hat diese Frage für zahlreiche entwickelte und halbentwickelte Ökonomien untersucht und folgendes festgestellt: <https://ideas.repec.org/p/pramprapa/59520.html>

a) Die Relation  $r > g$  ist für reife Industrienationen praktisch immer erfüllt. Dies gilt, wenn man "r" als Fremdkapitalzins spezifiziert, und erst recht, wenn man darunter die Eigenkapitalrendite versteht. Sogar im "Härtefall" Japan stimmt diese Aussage (S. 52 des Knolle-Papiers).

b) Nur in "emerging economies" kann dies während der Expansionsphase anders sein. Kurzzeitig galt  $r < g$  nach der Euro-Einführung in Irland und Spanien (S. 54 des Knolle-Papiers). Extrapolative Erwartungen führten dann zu den Überschuldungskrisen.

Herr Holtfrerich hatte darauf hingewiesen, daß  $r < g$  auch in Deutschland während der 50er und 60er Jahre galt; damals waren wir eine "emerging economy".

Herzliche Grüße  
Ihr Stefan Homburg

Herr Homburg wir reden aneinander vorbei. Ich glaube nicht, dass Sie sich wirklich mit meinem Ansatz auseinandergesetzt haben. Ich rede nicht von der empirischen Frage, wann und wo der Fremdkapitalzins für Unternehmen größer als die Wachstumsrate gewesen ist. Ich handle die Frage ab, ob der Zins für Staatsanleihen im Fall einer Staatsverschuldung von Null kleiner als Null ist. Diese Frage kann man nicht so einfach mit Hinweis auf die Geschichte der Zinssätze beantworten. Dennoch ist die Frage von großer wirtschaftspolitischer Bedeutung.

Später mehr

CCvW

Lieber Herr von Weizsäcker,

die Relation  $r > g$  bestand in der Vergangenheit **auch**, wenn man "r" als Zins für Staatsanleihen spezifiziert, das hätte ich ergänzen sollen.

Identifiziert man die volkswirtschaftlichen Kosten der Staatsverschuldung mit der Grenzproduktivität des Kapitals, sind die Kapitalkosten der Unternehmen wohl die bessere Spezifikation.

Natürlich sagt die Empirie nichts über die Höhe der Zinsen in einer hypothetischen Welt ohne Staatsschuld. Was aber die **Wirtschaftspolitik** betrifft, die Sie ansprechen, brauchen wir offenbar nicht eine noch mehr Staatsverschuldung als bisher.

Viele Grüße  
Ihr Stefan Homburg

16.8.15.

Lieber Herr Homburg,

Ihre Aussage, dass wir "offenbar nicht noch mehr Staatsverschuldung als bisher brauchen" verwundert mich, gelinde gesagt, sehr. Unser Staat kann sich derzeit für 30 Jahre fest zu 1.325% p.a. nominal verschulden (!!). Wann, wenn nicht jetzt, ist es Zeit in die brüchige Infrastruktur zu investieren und außerdem dafür zu sorgen, dass die vielen Zuwanderer und ihre jetzigen und zukünftigen Kinder gute Arbeit finden und eine gute Ausbildung finden und uns damit vor einer japanischen Zukunft bewahren?

Freundliche Grüße,

Joachim Fels

Lieber Herr Fels,

gegen Infrastruktur usw. ist nichts einzuwenden, wenn man sie durch Ausgabenumschichtung finanziert statt durch Staatsverschuldung.

Meines Erachtens ähnelt Staatsverschuldung der **Kernenergie**: So lange alles planmäßig läuft, ist es gut, aber ... Das Ergebnis sehen Sie in Lateineuropa, wo Staatsverschuldung seit 2012 kein Thema mehr wäre, wenn nicht EZB und ESM die Schulden-Party verlängert hätten. Ohne diese Rechtsbrüche wäre Lateineuropa wie Griechenland in Abwicklung - Ihr Institut wohl auch .

Viele Grüße  
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Fels

Mir fällt auf, dass die Frage der Effizienz staatlicher versus privater Investitionen in Ihrer Argumentation keine Rolle spielt, es also solche Dinge wie die Hamburger Oper, die Berliner Staatsoper, den Flughafen Berlin-Schönefeld, der Reichstagsgebäude-Umbau, die Berliner Staatsoper etc. in Ihrer Argumentation nicht gibt.

Die Gegenbeispiele zu diesen Staatsinvestitionen gibt es auch (wobei mir natürlich bewusst ist, dass nicht jede private Investition effizient durchgeführt wird): In der Schweiz gibt es neben der staatlichen SBB auch noch kleine Privatbahnen. Vor einigen Jahren hat einmal jemand empirisch für konkrete Bahnhofsanierungen nachgewiesen, dass ein sanierter Bahnhof im Kanton Zürich unter ansonsten gleichen Bedingungen (Bahnsteiglänge, Bedachung, Unterführungen, Geleise, Weichen etc.) bei der staatlichen SBB etwa doppelt so viel Kostenaufwand erzeugt hat wie bei der Privatbahn. Ein aktuelleres Beispiel ist die Nordstream-Pipeline. Sie wurde innerhalb des Budget- und Zeitrahmens fertiggestellt - trotz der erheblichen technischen, logistischen und politischen Komplexität dieses Projekts. Weitere Beispiele sind die überall in der Republik stehenden verschwenderischen Verwaltungsgebäude von öffentlichen Stadtwerken, die zu Monopolzeiten errichtet wurden.

Wettbewerbsdruck ist offenbar ein guter Anreiz für Effizienz, auch bei Investitionen in Infrastrukturen.

Die Forderung, der Staat solle mehr in die Infrastruktur investieren und sich dafür zusätzlich verschulden, kann man unter den aktuellen Governance-Bedingungen in Deutschland wie eine Einladung nach noch mehr Verschwendung und Schlendrian auffassen. Deshalb sollten wir der Forderung, der Staat wolle nur unser Bestes (unser Portemonnaie), sehr kritisch gegenüber sein (obwohl wir natürlich gerne über frisch sanierte Geleise und Autobahnen fahren oder in neuen Institutsgebäuden forschen).

Außerdem halte ich es für eine Milchmädchenrechnung, dass eine bedingungslose zusätzliche staatliche Verschuldung einen glaubwürdigen Beitrag zur Lösung des von CCvW thematisierten Anlageproblems liefern könnte; die entsprechenden Zweifel sind der Kern der aktuellen Staatsschuldenkrise in Europa.

Mit freundlichem Gruß

-----  
Prof. Dr. Georg Erdmann

Lieber E, lieber F, lieber H (fehlt dazwischen nur G für Google - und überhaupt "Alphabet")

Es ist eine altbekannte Daumenregel, dass öffentliche Investitionsprojekte doppelt so teuer sind wie - ceteris paribus - private. Staatsdefizite können auch dadurch entstehen, dass man die Steuern senkt. Sofern wir nicht in einer  $r > g$ -Welt, sondern in einer dynamisch ineffizienten Welt leben mit  $r < g$ , bedeuten derartige Steuersenkungen einen doppelten Effizienzgewinn: 1. Den bekannten, dass man näher an die Golden Rule herankommt; 2. (und der ist vermutlich quantitativ wichtiger) die Reduzierung des Deadweight Loss, weil die Preise bei geringeren verzerrenden Steuern die Kostenwahrheit der Güter genauer widerspiegeln. Ich habe in meinem PWP-Paper diesen zweiten Effekt für den Fall eines Zinses von Null für Staatsanleihen die NULLZINS-DIVIDENDE genannt. Unterstellt man im Steady State ohne Staatsschulden einen Anteil der verzerrenden Steuern von 30% des volkswirtschaftlichen Konsums und unterstellt man, dass der Deadweight-Loss dieser verzerrenden Steuern 15 % des volkswirtschaftlichen Konsums ausmacht und unterstellt man weiterhin, dass der Deadweight-Loss proportional zum QUADRAT des Niveaus der verzerrenden Steuern ansteigt (vgl. hierzu das Vorlesungsbeispiel des Allokationseffekts einer Steuer auf ein einzelnes Gut bei linearer Angebots- und Nachfragekurve), dann bedeutet bei einer Staatsverschuldung von drei Jahren volkswirtschaftlichen Konsums (das ist der unterste Schätzwert für das heutige Deutschland, wenn man die Umlagefinanzierung der GRV und entsprechende Effekte in anderen Einrichtungen des Sozialstaats sowie das Pensionswesen für Staatsbeamte korrekterweise als implizite Staatsschuld versteht), dann kommt man bei einem heute geltenden Gleichgewichtszins für Staatsschulden von Null und bei einer Steady State Wachstumsrate von 2 % p.a. auf eine Reduktion des Deadweight Loss von mindestens 5 % des volkswirtschaftlichen Konsums. (Bei einer Staatsschuld von Null wäre der Gleichgewichtszins natürlich negativ). Genaueres in meinem PWP-Paper Abschnitt 7.6.

Bei der Messung des Zinses für Staatsanleihen muss man im Übrigen ja den Besteuerungseffekt mit berücksichtigen, sofern man zeigen kann, dass zusätzliche Staatsschulden keinen Crowding Out Effekt bei privaten Investitionen verursachen. Sofern aber (in einer geschlossenen Wirtschaft und bei Preisstabilität, sprich 2 % p.a. Inflation) die Staatsschulden erforderlich sind, um das  $S > I$ -Problem bei Vollbeschäftigung zu lösen, gibt es keinen Crowding Out-Effekt, denn ohne diese Staatsschulden gäbe es keine Vollbeschäftigung, weil das  $S > I$ -Problem hier durch eine Reduktion der privaten Ersparnis angesichts der Notlage der Menschen gelöst würde. Und dann wäre  $I$  sicher nicht größer als mit den Staatsschulden. Ist also für diesen Fall der Nominalzins, den der Staat bezahlt, 3 % p.a. und ist der Steuersatz  $33 \frac{1}{3}$  %, dann fließt ja 1 % p.a. der Staatsschuld als Steuereinnahme wieder an den Staat, also zahlt er in Wirklichkeit nur 2 % p.a., was real null Prozent ist. Wenn man dann erst mit den 1,375 % p.a. rechnet, die Herr Fels für 30-Jahres-Anleihen genannt hat, dann wäre der Realzins stark negativ. Natürlich ist die Sache mit dem Steuereffekt eine Spur komplizierter in einer offenen Volkswirtschaft; aber dafür ist in dieser für ein kleines Land auch der heimische Crowding Out Effekt von Privatinvestitionen selbst dann nur sehr klein, wenn wir in einer Welt mit positiven Realzinssätzen leben.

Ich bin mir der Problematik jeden Staatshandelns natürlich bewusst. Aber ich denke, in dieser Runde befindet sich wohl niemand, der auf den Staat ganz verzichten will.

Zur Diskrepanz zwischen Zinsen, die private Schuldner zahlen und die der Staat bezahlt: ein Teil dieses Delta kann durch Risikoprämien erklärt werden, ein weiterer Teil durch Unterschiede in der Liquidität dieser Anlagen, hier auch ein Delta in der Beleihbarkeit der Anlagen. Grundsätzlich sehe ich aber keinen Anlass, weshalb der Staat sich bei seiner Schuldenpolitik nicht an den von ihm selbst zu zahlenden Zinsen orientieren sollte. Soweit es die zusätzliche Liquidität betrifft, zahlt der private Nutznießer hier quasi eine Gebühr in der Form niedrigerer Zinsen, hat aber den Vorteil dieser zusätzlichen Liquidität. Was spricht hier dagegen, dass der Steuerzahler davon profitiert? Soweit es

die Risikoprämien betrifft, so gilt Ähnliches. Wenn bei den Anlegern Bedarf nach risikolosen Anlagen besteht, die der Staat durch seine Anleihen am besten zur Verfügung stellen kann, dann spricht doch nichts dagegen, dass sich der Staat das durch Zinsen vergüten lässt, die niedriger sind als solche auf risikobehaftete Anlagen. Sofern private Kredite oder Anleihen idiosynkratische Risiken aufweisen, die sich makroökonomisch durch das Gesetz der Großen Zahl nicht auswirken, sollten Finanzinstitutionen da sein, die die entsprechenden Risikoprämien wegarbitrieren - von den Kosten dieser Institutionen abgesehen, analog dem Versicherungsgewerbe. Wenn Banken als solche Institutionen eine Zinsmarge benötigen, um die entsprechenden Kosten der Selektion und Überwachung der Kreditnehmer zu decken, dann verursachen derartige Kredite ja auch entsprechende Ressourcenkosten. Es ist dann falsch zu sagen, es werde aus Sicht des Gemeinwohls zu wenig investiert, wenn der private Kredit zu  $r > g$  verzinst wird. Denn netto Selektionskosten beim Gläubiger (also der Bank) ist der Grenzertrag der Investition möglicherweise kleiner als  $g$ . Es ist ja auch nicht richtig, dass die Häuser, was Feuerschäden betrifft, volkswirtschaftlich gesehen unterversichert sind, wenn die Versicherungsprämie höher ist als der Erwartungswert des versicherten Schadens. Denn es gibt ja bekanntlich ein kostentreibendes Selektionsproblem und Überwachungskosten beim Versicherer und es gibt beim Versicherten ein Moral Hazard Problem, das überproportional mit der Versicherungssumme bei gegebenem Wert des Hauses steigt. Der private Kreditzins ist damit ein nach oben verzerrtes Preissignal für die volkswirtschaftliche Grenzproduktivität der Investition.

Umgekehrt ist bei einem Fiskus, dessen Solvenz über alle Zweifel erhaben ist, bei einem Staatsschuldenzins  $r=0$  und bei  $g > 0$  der Zins ein Preissignal, das nach oben verzerrt ist. Denn neben dem privaten Vorteil dieser Staatsschulden bei den Gläubigern, die sich in diesem Zins widerspiegeln, kommt die oben beschriebene Nullzinsdividende einer Reduktion der allokatonsverzerrenden Steuern.

So viel für heute. Zum makroökonomischen Effekt solcher Phänomene wie Google oder nunmehr "Alphabet" vielleicht später einmal.

Beste Grüße  
CCvW

Lieber Herr Fels,

Sie sollten Stefan Homburgs Mahnung ernst nehmen. Ihre Infrastrukturinvestitionen kosten den Staat per annum nicht 1,325%, sondern diese 1,325% Ihres Projektvolumens zuzüglich einer Veränderung der Kosten der unterwegs anstehenden Refinanzierung der gesamten Altschuld des Staates, soweit diese Ihrem Projekt zuzurechnen ist, weil die von ihm bewirkte Erhöhung der Staatsschuldenquote nicht oder nicht dauerhaft zinsneutral ist (wozu nicht so furchtbar viel gehört, wenn der Staat der Versuchung Ihres Arguments ein paar mal gefolgt ist). Von der nach dreißig Jahren in jedem Falle anstehenden Refinanzierung schweige ich einmal wie Sie, obwohl sich das eigentlich am wenigsten ziemt. Im übrigen: Schon das Unterlassen einer eigentlich angezeigten Senkung der Staatsschuldenquote (angezeigt wegen akut zu hoher Verschuldung oder wegen demographisch programmierter Wachstumsschwäche) ist ein Fall für diese Sorgen.

Herzliche Grüße

Ihr

Olaf Sievert

Lieber Herr Sievert – bei einem deutschen Kapitalexpert in der Höhe der GESAMTEN ausgewiesenen Sparleistung der privaten Haushalte geht es nicht darum, dass eine zusätzliche Staatsverschuldung (in vernünftigem Ausmaß) die Zinsen erhöht, die der deutsche Fiskus auf seine übrigen Schulden zu zahlen hat. Dieser Effekt ist praktisch null in einem sehr ergiebigen Weltkapitalmarkt. Er wäre

höchstens dann von Relevanz, wenn diese zusätzliche Staatsverschuldung in einem Land getätigt würde, das ein erhebliches Leistungsbilanzdefizit ausweist und in dem diese zusätzliche Staatsverschuldung daher das Risiko einer Bonitätsverschlechterung mit sich brächte. Im Fall Deutschland würde die zusätzliche Staatsverschuldung nachfragestärkend für Frankreich und Italien und Spanien wirken und insofern die implizite deutsche Eventualverbindlichkeit, diese Euro-Länder im Interesse der Stabilisierung des Euro retten zu müssen, VERMINDERN. Der von Ihnen genannte Effekt einer Zinsrückkopplung der zusätzlichen Staatsschuld hätte also das umgekehrte Vorzeichen von dem, das Sie ihm zuschreiben.

Auch die demographische Seite des Problems hat das umgekehrte Vorzeichen von dem, das Sie befürchten. Durch mehr Binnennachfrage in Deutschland wächst die Zuwanderung geeigneter Arbeitskräfte nach Deutschland. Das Sparen mittels Exportüberschuss für schlechtere demographische Zeiten zu negativen Renditen im Ausland würde vermindert und ersetzt durch vermehrte Investitionen in die öffentliche Infrastruktur, die angesichts des erforderlichen Wirtschaftswachstums in Deutschland dringend geboten wären.

Auch Sie würde ich bitten, doch einmal meinen PWP-Artikel durchzuarbeiten, wo diese Gegenargumente (und andere) zu Ihrer Reaktion auf Herrn Fels ausführlicher dargelegt werden.

Beste Grüße

CCvW

Lieber Herr von Weizsäcker,

ich möchte auf den zentralen Punkt zurückkommen und zitiere aus Ihrer vorletzten Email:

*"Sofern wir nicht in einer  $r > g$ -Welt, sondern in einer dynamisch ineffizienten Welt leben mit  $r < g$  ..."*

Die Relation  $r < g$  bedeutet **nur dann** dynamische Ineffizienz, wenn sie über einen **unendlichen Zeitraum** gilt. Betrachten sie die beigefügte Graphik zu Griechenland (Eurostat, nominale Größen).

Von 1999 bis 2008 galt in Griechenland **in jedem Jahr  $r < g$** . Man glaubte an dynamische Ineffizienz und folgte den Sirenenklängen der Finanzindustrie, die einen "free lunch" insinuierte. Das ist gründlich schiefgegangen, genau so wie in den hunderten Fällen von Staatsbankrotten, die Reinhart und Rogoff dokumentiert haben.

Viele Grüße  
Ihr Stefan Homburg

17.8.15.  
Lieber Christian,

Interessant ist Dein Punkt, wonach die Kosten öffentlicher Investitionen gegenüber privaten Investitionen mit dem Faktor 2 zu multiplizieren sind. Gibt es dazu eine Literaturquelle? Wäre sehr hilfreich..

Ich teile Deine Ansicht, dass man mit Staatsschulden die Steuern senken und nicht unnütze Investitionsprojekte anpacken sollte. Der Kapitalwert des Flughafens BB liegt heute schon im Minusbereich.

Dein Beispiel zur Dividende aus Staatsverschuldung bei reduzierten Steuern ist m.E. zu zaghaft. Mindestens seit dem Urteil des Bundesfinanzhofs 1973 gilt die Losung: „Die meisten Verkehrssteuern einschließlich der Umsatzsteuer haben keinen [!] tieferen Sinn als den, dem Staat Geld zu bringen.“ Das kommt einer gerichtsamtlichen Aufforderung zur Steuerertragsmaximierung gleich. Nicht nur privater Konsum unterliegt dieser Besteuerung. Implizit werden auch Gebühren besteuert. Die bei Gebühren teils vorgesehene, teils vorgeschriebene Quersubventionierung läuft doch geradewegs auf eine Steuerertragsmaximierung hinaus. Das hat schon Niskanen 1971 gezeigt.

Bei Steuerertragsmaximierung und horizontalen GK-Kurven und linearen Nachfragekurven beträgt der dead weight loss gerade  $(1/2)$  des Steuerertrags oder: 1 Euro Steuern erfordert Wohlfahrtskosten von 1,5 Euro. Die Wachstumsdividende aus der Verschuldung plus Steuersenkung im gleichen Umfang würde also (wenn ich Deine Rechnung richtig nachvollziehe)  $g$  mal 1,5 D betragen.

Dennoch wäre ich vorsichtig, Der Ponzi-Gewinn aus Deiner Verschuldungspolitik ist vielleicht etwas riskant. Jedenfalls landete Ponzi im Gefängnis. Wäre es da nicht besser  $g$  mit einem Vorsichtsfaktor zu verringern?

Viele Grüße

Charles B. Blankart

Liebe deutsche Ökonomen,

es ist interessant und aufschlussreich, dass mein kalifornisch-naiver und natürlich wenig origineller Vorschlag, angesichts historisch niedriger negativer Realzinsen dringend nötige Infrastrukturinvestitionen vor allem in die Bildung (also Ihre Industrie) vorzunehmen, auf fast einhellige Ablehnung stößt.

Als (auf ewig dankbarer) Ökonom der sowohl durch Olaf Sieverts Saarbrücker und Herbert Gierschs Kieler Schule gegangen ist, verstehe ich die Reflexe: Ja, der Staat ist ein ineffizienter Investor; sinnvoll wäre es, (konsumptive) Ausgaben an andere Stelle zu kürzen, und Steuersenkungen sind (fast) immer gut. Griechenland, der Berliner Flughafen und die Hamburger Oper sind wichtige Mahnungen. Kein Einspruch, obwohl ich nicht ganz sicher bin, ob in 10 Jahren das Urteil in allen drei Fällen nicht anders ausfallen wird.

Aber hier geht es doch um mehr: In der Welt insgesamt und vor allem in Deutschland übersteigen die gesamtwirtschaftlichen Sparwünsche die Investitionswünsche. Die Zeitpräferenzrate in den reichen Ländern ist wahrscheinlich mittlerweile negativ: zukünftiger Konsum (Kreuzfahrten, Toskana/Mallorca, individuelle Pflege im hohen Alter) wird von gesättigten Wohlstandsbürgern, die einen langen Ruhestand vor sich sehen, höher geschätzt als heutiger Konsum. CCvW hat all dies viel überzeugender und eleganter postuliert.

Gleichzeitig stehen wir in Deutschland und vielen anderen reichen Volkswirtschaften vor einem demographischen Problem. Anders als manche andere Länder haben wir aber den Vorteil dass (i) viele Menschen aus aller Welt nach unsere Rechtssicherheit und unserem Wohlstandsniveau streben und (ii) unser Staat sich derzeit zu historisch niedrigen Zinsen verschulden kann.

Angesichts des globalen S>I Problems sehe ich nicht, wie ein Anstieg der deutschen Staatsverschuldung für sinnvolle Investitionen in Humankapital und öffentliche Infrastruktur das globale Zinsniveau merklich anheben kann. Und selbst wenn -- der angeblich so gestrafte und ausgebeutete 'deutsche Sparer' (der ja übrigens mitschuldig ist an den niedrigen Zinsen) würde sich wohl freuen.

Übrigens -- lieber Herr Homburg, ich erspare mir eine Antwort auf Ihre durchaus berechtigte Polemik gegen die Finanzindustrie und Ihre (natürlich völlig unberechtigte) wenig subtile Unterstellung, dass ich hier lediglich als Interessensvertreter argumentiere. Stattdessen möchte ich Ihnen mit fast 30-jähriger Verspätung ernsthaft und sehr herzlich danken für den Felderer/Homburg Text zur Neuen Makroökonomik, der mir (neben den unübertroffenen Vorlesungen und Übungen bei Olaf Sievert) sehr geholfen hat, den wahren Kern der in Deutschland oft so verachteten keynesianischen Sichtweise zu verstehen. Auch bei Herbert Giersch, der ja Hayeks, Schumpeters und Milton Friedmans Gedankenwelt nahe stand, war immer klar, dass es durchaus Situationen gibt, die keynesianische Antworten erfordern. Schade, dass er an dieser Debatte nicht mehr teilnehmen kann.

Mit freundlichen Grüßen,

Joachim Fels

Lieber Joachim,

Du schreibst: "Aber hier geht es doch um mehr: In der Welt insgesamt und vor allem in Deutschland übersteigen die gesamtwirtschaftlichen Sparwünsche die Investitionswünsche. Die Zeitpräferenzrate in den reichen Ländern ist wahrscheinlich mittlerweile negativ: zukünftiger Konsum (Kreuzfahrten, Toskana/Mallorca, individuelle Pflege im hohen Alter) wird von gesättigten Wohlstandsbürgern, die einen langen Ruhestand vor sich sehen, höher geschätzt als heutiger Konsum. CCvW hat all dies viel überzeugender und eleganter postuliert."

Dazu habe ich zwei Fragen:

1. Ist es nicht eher so, dass die Nachfrage nach sicheren Anlagen deren Angebot übersteigt und dass deshalb die Zinsen auf Treasuries und Bunds so niedrig sind? Hoch verschuldete Staaten ohne eigene Zentralbank und hoch verschuldete Unternehmen und Unternehmen, deren Geschäftsmodell durch Energiewende, "Internet of Things" und "Industrie 4.0" bedroht werden, können keine gute Sicherheiten bieten und werden deshalb von Anlegern gemieden.
2. Wie kann man sich negative Zeitpräferenzen vorstellen? Wörtlich genommen sagt das ja, dass ich ein bestimmtes Gut lieber später als früher haben möchte, oder (in der österreichischen Kapitaltheorie ausgedrückt) mir längere Produktionsumwege zur Herstellung eines Gutes lieber sind

als kürzere. Wenn aber Zeit bzw. Produktionsmittel knappe Ressourcen sind, bedeutet eine negative Zeitpräferenz, dass ich eine Präferenz für Zeit- bzw. Ressourcenverschwendung habe. Dies widerspricht den Prinzipien wirtschaftlichen Handelns.

Grundsätzlich frage ich mich, warum es einen Zusammenhang zwischen Lebenserwartung und Zeitpräferenz geben soll. Warum soll meine Lebensarbeitszeit unverändert bleiben, wenn meine Lebenserwartung steigt? Wenn sich heute 60jährige (zu denen ich gehöre) fühlen wie früher 50jährige (wie es heißt), verhalten sie sich dann nicht auch so (und arbeiten wie diese)? Warum soll das Bismarcksche Renteneintrittsalter, das bei einer deutlich geringeren Lebenserwartung gesetzt wurde, unveränderlich sein?

Beste Grüße, Thomas

Liebe Kolleginnen und Kollegen,

Joachim Fels hat indirekt den Kern der Probleme in der Eurozone angesprochen: Was ist die Ursache der privaten Investitionsschwäche in der Eurozone? Anders als er (und die von Herrn Bachmann zitierten Angelsachsen) denke ich, dass keine Rezession sondern ein nachhaltiges Strukturproblem vorliegt. Wenn dies richtig ist, werden Zinssenkungen nichts nützen. Oder glaubt jemand, die Investitionen in die deutschen Stromnetze oder die griechische Industrie unterbleiben, weil die Zinsen zu hoch sind? Offenbar sind die Angebotsbedingungen oder in alter Kieler Ausdrucksform: Standortbedingungen nicht dazu angetan zu investieren, obwohl die Kapitalkosten niedrig sind. Vielleicht sind die unterlassenen staatlichen Investitionen ein Teil dieser Standortschwäche.

Es scheint daher eher zu sein, dass die EZB mit ihrer Politik der niedrigen Zinsen diese Strukturprobleme verdecken und auf diese Weise den Regierungen die politisch schwierigen Verbesserungen der Angebotsseite ersparen soll. Das scheint aber nicht zu funktionieren (wenigstens in der Eurozone und in Japan). Für einige Beobachter übersteigen die Risiken dieser Politik ihren Nutzen bei weitem.

Schließlich bleibt die Frage, warum die staatlichen Investitionen den niedrigen Zinsen zum Trotz so gering sind. Niemand hindert Regierungen daran, Investitionen zu steigern (selbst ohne sich weiter zu verschulden oder die Steuern zu erhöhen). Dazu bedarf es einer Umstrukturierung der Ausgaben. Statt ein milliardenschweres Rentenpaket zu schnüren, könnte z.B. die Bundesregierung Mittel in die in der Tat etwas angeschlagene Infrastruktur stecken. Vor diesem Hintergrund halte ich das Argument der Sparschwemme auch für etwas gedehnt. Es gibt genug potentielle Investitionsprojekte (Stromnetze, Straßenbau, Kanalisation, Digitalisierung etc.), die sowohl privat als auch staatlich durchgeführt werden könnten. Ein langfristiger Ertrag solcher Investitionen ist sehr wahrscheinlich. Regierungen finden es offenbar opportun, diese Investitionen zulasten von rückwärtsgerichteter Umverteilungspolitik zu verschleppen. Es wäre meines Erachtens eine Diskussion wert, Ursachen dieser Haltung und Wege aus dieser Falle zu diskutieren.

Herzliche Grüße  
Andreas Freytag

Liebe Kolleginnen und Kollegen,

auch zum Thema Investitionen hat sich der Sachverständigenrat letztes Jahr recht viele Gedanken gemacht. Vielleicht ist was nützliches für Ihre Diskussion dabei. Ich füge das wirtschaftspolitische Kapitel an, in dem das Thema gleich vorneweg als zentrales aufgegriffen wird. Und das Kapitel zur Leistungsbilanz in dem ebenfalls Punkte zur Investitionsschwäche abgehandelt werden, beste Grüsse, Volker Wieland

Lieber Thomas Mayer,

ich glaube, das mit der Zeitpräferenzrate war mißverständlich ausgedrückt von Herrn Fels. Was er meint ist wohl eher dies: Die Leute wissen, dass sie im Alter ein rel. geringes Einkommen erwartet, nicht zuletzt wegen der demografischen Probleme. Also sparen sie entsprechend vor, was auch bei positiver Zeitpräferenzrate rational ist. Im Grunde ist das das Samuelson-Modell von 1958.

Ob es empirisch wirklich zutrifft, weiß ich nicht, aber theoretisch ist es möglich.

Allerdings sehe ich nicht, wie zusätzliche Staatsverschuldung das Problem lösen soll. Wenn das Geld investiert werden würde, wäre es vielleicht sinnvoll, aber es wird erfahrungsgemäß hauptsächlich konsumiert. Damit aber verschärft sich gesamtwirtschaftlich noch das Problem, denn die Ersparnisse der Leute werden dann eben nicht für die Zukunft angelegt, sondern in der Gegenwart verpraßt.

Wir sollten bei aller Theorie daher nie die politischen Realitäten und die Fehlanreize aus den Augen verlieren, die für die Politiker mit der Staatsverschuldung verbunden sind.

Beste Grüße

Ulrich van Suntum

Lieber Herr Homburg – Dynamische Effizienz und Ineffizienz sind – wenn man es sehr genau nimmt – äußerst schwierige Begriffe. Für eine Analyse des Steady State sind sie leichter zu handhaben. Dort fallen sie dann in den einfachsten Modellen auch zusammen mit den Ungleichungen  $r > g$  bzw.  $r = g$  für dynamische Effizienz und  $r < g$  für dynamische Ineffizienz. Sie verweisen nun auf im eigentlichen Sinn dynamische Modelle. Ich erinnere mich an Ihre Ableitung (in welchem Ihrer Papers?), dass es auf den Koeffizienten zwischen dem Grenzwert der Gegenwartswerte für  $t$  gegen Unendlich ankommt, wobei im Zähler der Marktzins und im Nenner die Wachstumsrate verwendet wird. Daher also Ihre gestrige Aussage, dass man erst die Unendlichkeit abwarten muss, um feststellen zu können, ob dynamische Effizienz oder Ineffizienz vorliegt. (Zur Dogmengeschichte: im mathematischen Anhang meiner Dissertation habe ich eine verallgemeinerte „Golden Rule“ abgeleitet, die auch für Nicht-Steady State Fälle gilt. Dieses Theorem wurde allerdings von niemandem weiter beachtet, war auch etwas kompliziert. Später habe ich dann in der Review of Economic Studies 1964 ein Paper geschrieben, das ein ähnliches Theorem beweist. Allerdings ist auch das nicht beachtet worden. Von dieser RES-Publikation wurde nur das „Overtaking Kriterium“ zitiert, dieses allerdings recht häufig).

Für die praktische Wirtschaftspolitik ist es natürlich nicht nützlich, bis zum Zeitpunkt Unendlich zu warten. Das Problem  $S > I$  oder auch  $S < I$  ist ein Problem hier und jetzt. Die Behauptung vom negativen natürlichen Zins ist wirtschaftspolitisch natürlich nur deshalb von Interesse (obwohl auch sie streng genommen bisher nur für einen Steady State klar formuliert werden kann), weil man sie bei Preisstabilität in einen engen Zusammenhang zum Problem der zero-lower bound oder eben zum  $S > I$ -Problem bringen kann.

Wenn man aber ernsthaft makroökonomische Dynamik treibt, dann ist – wie wohl auch Schnabl zustimmen würde – das Solow Modell mit dem homogenen Kapitalstock völlig ungeeignet. Von der Ungleichung  $S > I$  für den Fall der Vollbeschäftigung gehen Turbulenzen aus, die verschiedene Teile des Realkapitalstocks in völlig unterschiedlichem Ausmaß treffen. Nicht zuletzt ist es diese zyklische Heterogenität des Realkapitalstocks, die die große Mehrheit der DSGE-Modelle so völlig ungeeignet für die Makropolitik machen.

Meine Intuition sagt mir, dass die Steuerungsprobleme, die die Wirtschaftspolitik zu lösen hat, diese dann überfordern, wenn bei Vollbeschäftigung  $S > I$  gilt. Für mich dient eine hinreichende (aber auch nicht übertriebene) Staatsschuld dazu, das Steuerungsproblem dadurch leichter zu machen, dass dann eben das  $S > I$ -Problem bei Nullzinsen verschwindet, sodass der der Prosperität entsprechende gleichgewichtige Realzins knapp positiv ist. Dann kann eine unabhängige Zentralbank durch ihre antizyklische Zinspolitik die Konjunktur einigermaßen im Griff halten (zusammen mit dem enorm wichtigen Built-In-Stabilizer der Staatseinnahmen).

Die Frage, was in  $t = \text{Unendlich}$  passiert, ist für all das irrelevant. Das gilt dann auch für das Barro-Theorem. In einem Overlapping Generations-Modell kommt es bei rein egoistischem Verhalten der Menschen, die dann also nicht an ihre Nachkommen denken, für ihr Sparverhalten nicht darauf an, welche Steuersätze auf ihre Nachkommen zukommen. Dann funktioniert Deficit Spending für die Steigerung der Gesamtnachfrage. Ist nun in einem derartigen Modell der natürliche Zins Null oder negativ, dann ist er das erst recht, wenn für das Sparverhalten auch noch das Vererbungsmotiv dazu kommt. Auch hier benötigen wir nicht die Antwort auf die Frage: „was passiert bei  $t = \text{Unendlich}$ ?“

Noch zu einer anderen Bemerkung von Ihnen, dass auch Gebäude nicht über die Grenze fliehen können, wenn die Steuern auf Immobilien erhöht werden. Dem kompetenten Steuerberater brauche ich wahrscheinlich nicht zu erklären, dass der Steuergesetzgeber Mittel und Wege findet, Immobilien in der Weise zu besteuern, dass zwar die Bodenrente stärker steuerlich abgeschöpft wird, dass aber gleichzeitig die Bautätigkeit dadurch nicht leidet, etwa durch kompensierende Abschreibungsregeln. Diese werden ja schon heute nur auf die Baukosten, nicht auf die Gesamtkosten des Immobilienerwerbs angewendet.

Beste Grüße

CCvW

Lieber Herr von Weizsäcker,

wenn ich Joachim Fels vorgehalten habe, dass eine Erhöhung der Staatsschuldenquote nicht einfach als zinsneutral angesehen werden kann, so meine ich selbstverständlich Zinswirkungen, die Ausdruck veränderter Bonitätsurteile sind, nicht Ausdruck einer veränderten Marktlage.

Zur kontroversen nachfragepolitischen Verheißung, die Sie und andere mit zusätzlicher Staatsverschuldung verbinden, habe ich nichts gesagt. Mit Respekt vor denen, die anders als ich diese Verheißung vielversprechend finden, habe ich bewusst nur von Veränderung, nicht von Erhöhung der Kosten bei der Refinanzierung der Altschulden des Staates gesprochen. Es geht mir ausschließlich um den Einspruch gegen die von Joachim Fels in Anspruch genommene suggestive Evidenz, dass ein Zins von 1,35% für Dreißigjahresgeld doch eigentlich unwiderstehlich ist. Was zählt, ist nicht die Zinslast aus der geringen Veränderung der Nettoneuverschuldung, sondern um die Zinslast aus der Bruttoneuverschuldung (die ein Vielfaches davon beträgt). Schon wenn sich die Bonitätseinschätzung des Staates nur um ein Geringes verschlechtert, es aber den ersten Abschlag von dem Zinsbonus gibt, den wir derzeit genießen, ist wegen dieses Vielfaches der Zinssatz

überhaupt kein Anhaltspunkt mehr für das, was die kreditfinanzierte zusätzliche Investition in die Infrastruktur kostet. Wenn die deutsche Finanzpolitik nachhaltig auf den Kurs einschwenkt, zu dem Joachim Fels rät, wird das für den deutschen Finanzminister meines Erachtens nicht zinsneutral abgehen. Auf Mengenwirkungen an den Finanzmärkten habe ich gar keinen Bezug genommen; die Ergiebigkeit des Weltkapitalmarktes hilft gegen die Besorgnis eines weniger guten Bonitätsurteils nicht.

Herzliche Grüße

Olaf Sievert

Lieber Herr Mayer – darf ich 1. auf mein PWP-Paper verweisen, in dem ich auf die Diskrepanz zwischen dem risikofreien Zins und der risikobehafteten Anlage eingehe. Speziell auch der Abschnitt 8, der insbesondere auch durch Piketty veranlasst wurde. Dort übrigens auch eine Analyse zur Wirkung von Erbschaftssteuern, die die Kunden Ihres Unternehmens interessieren könnte. Ich spreche vom negativen natürlichen Zins, weil auch bei einer risikofreien Rendite von Null ein Überangebot an Anlagewünschen zu Anlagemöglichkeiten im risikofreien Bereich besteht. Das Ausmaß der Risikoaversion sollte für einen Liberalen Privatsache des Anlegers sein. Ob das Finanzsystem neben seinen übrigen Funktionen auch hinreichend zahlreiche risikofreie Anlagen zur Verfügung stellen kann, das ist genau das Thema, das mich bei meiner Analyse beschäftigt. Nach meiner gegenwärtigen Analyse geht das nur, wenn der Staat hinreichend hoch verschuldet ist, allerdings nicht so hoch, dass Bonitätsprobleme entstehen. Bei einem deutschen Sparüberschuss (=Exportüberschuss) über die Investitionen in der Höhe der gesamten (konventionell gemessenen) Ersparnis der privaten Haushalte, führt jedoch eine zusätzliche deutsche Staatsverschuldung zu keinen Bonitätsproblemen. Das Gegenteil ist der Fall, wenn man dadurch den Exportüberschuss reduziert und damit die Protektionismustendenzen in der ganzen Welt gegen deutsche (aber nicht nur deutsche) Exporte abmildert.

Zur Thematik „Zeitpräferenz“ hat van Suntum Ihnen schon geantwortet.

Zu Ihrem zweiten Punkt: Alter des Eintritts in die Rente. Denkbar ist ein Anstieg des durchschnittlichen Renteneintrittsalters. Allerdings halte ich es für unrealistisch, wenn es dazu dienen soll, die Rentenbezugsdauer im Vergleich zu heute zu reduzieren. Denn dann müsste es schneller steigen als die durchschnittliche Lebenserwartung, die mit ungebrochenem Trend jedes Jahrzehnt um 2 Jahre steigt. Da wir weiter wirtschaftliches Wachstum und somit steigenden Lebensstandard erwarten können, steigt auch die Autonomie des Bürgers in Bezug auf die intertemporale Allokation seines Zeiteinsatzes für den Broterwerb. Es wird dann eine Tendenz dazu geben, die lästigen Dinge frühzeitig abzuhaken, also den zeitlichen Schwerpunkt des Broterwerbs nicht so weit nach hinten zu schieben wie den zeitlichen Schwerpunkt des gesamten Lebens. Das bedeutet eine Altersperiode ohne Broterwerb, die einen wachsenden Anteil der (selbst steigenden) Lebenszeit einnehmen wird. Daher eine steigende Sparquote. Bitte beachten Sie, dass ich hier kein politökonomisches Argument verwendet habe, etwa von der Art, dass der Wähler eine an sich sinnvolle Heraufsetzung des Renteneintrittsalters verhindern werde. Details in meinem PWP-Artikel, Abschnitte 2 und 10.

Beste Grüße

Ihr

CCvW

Lieber Herr Freytag. Sie wissen, dass ich Herrn Giersch sehr nahe gestanden habe. Auf seinen Wunsch bin ich auch Mitglied des Beirats der Giersch-Stiftung geworden. Es gibt ja von ihr im September in Berlin wieder eine Tagung, die sich mit ähnlichen Themen befassen wird, wie denen, die wir hier diskutieren. Und die "Standortbedingungen" sind daher auch mir eine Herzensangelegenheit. Und in der Tat: die öffentliche Hand sollte mehr investieren, um Deutschland zukunftssicherer zu machen. Der desolate Zustand der Waffenausrüstung der Bundeswehr, die von Ihnen genannten Probleme beim Stromnetz, ein Straßennetz, das nur deshalb gerade noch reicht, weil das übrige Europa hohe Arbeitslosigkeit aufweist etc. etc.

Nun hat auch die Bundesregierung das erkannt, und so will sie bei Beibehaltung der Schwarzen Null die öffentlichen Investitionen steigern, ohne gleichzeitig die nun mal beschlossenen verbesserten Renten wieder rückgängig zu machen. Antwort sind PPP, wie sie jetzt von Gabriel propagiert werden. Ich bin sehr dafür. Vielleicht werden dann die Kosten pro Straßenkilometer etwas niedriger, allerdings nur vor Kapitaldienst, denn die privaten Partner erwarten eine gute Rendite für die Vorfinanzierung. Was ist das dann? Es ist versteckte Staatsverschuldung. Allerdings zu einem Zinssatz von vielleicht 6 % p.a., während man dieselben Projekte ohne PPP mit zusätzlichen Staatsschulden zum Zins von Null hätte finanzieren können. Der Trick mit der versteckten Staatsverschuldung ist natürlich überall zu finden. Nehmen Sie Einspeisevergütungen für Wind- und Solarstrom. Diese werden ja außerhalb des Bundeshaushalts durch eine Art de-facto-Stromsteuer finanziert, allerdings fließen diese Vergütungen über einen Zeitraum von 20 Jahren an den Investor, während die Investition zu Beginn erfolgt ist. Faktisch ist das pro Wind- oder Solaranlage eine versteckte Staatsschuld, die im Verlauf von 20 Jahren amortisiert wird. Über die 20 Jahre gemittelt ist dies eine Staatsschuld in der Höhe von 10 Jahren Einspeisevergütung. Hier versteckt der Finanzminister eine Staatsschuld von ca. einer Viertelbillion Euro, sprich von einem Monat volkswirtschaftlicher Wertschöpfung. Oder die steuerliche Behandlung von betrieblichen Pensionsrückstellungen (vgl. die FAZ von heute S. 17). Steuerlich darf die Rückstellung nur mit einem Abzinsungsfaktor von 6 % p.a. geltend gemacht werden. Der vorsichtige Kaufmann müsste sie heute zu einem Abzinsungsfaktor von Null geltend machen, denn risikofreie Anlagen werden heute zu Null verzinst. Bei einer durchschnittlichen Verweildauer des "Kredits", den der Arbeitnehmer hier dem Arbeitgeber gibt, in der Größenordnung von 23 Jahren, bedeutet dieser Unterschied im Abzinsungsfaktor, dass die Rückstellung steuerlich im Entstehungszeitpunkt des späteren Pensionsanspruchs nur zu ca. 25 Prozent geltend gemacht werden kann. Sie wächst dann heran mit 6 % pro Jahr, um dann bei Auszahlung 100 % zu erreichen. Damit ist sie im Durchschnitt der 23 Jahre ungefähr bei 65 % ihres wahren Werts. Bei einer Steuerquote auf den Gewinn von einem Drittel gibt das Unternehmen damit dem Fiskus einen Kredit in Höhe von 12 % des letztlichen Pensionsbetrags. Unterstellen wir für Deutschland einmal einen noch ausstehenden, aber schon entstandenen letztlichen Pensionsanspruch der Mitarbeiter in Höhe von einer Billion Euro, so ist dies eine weitere versteckte Staatsschuld von 120 Milliarden Euro. Dieser Betrag von 1000 Mrd. Euro an Anspruchsbestand ist natürlich höher als die statistisch ausgewiesenen Pensionsrückstellungen, die ja auch abgezinst werden, wenn auch inzwischen zu einem wesentlich kleineren Satz als der steuerlich maßgebliche von 6 % p.a. Bei den Verpflichtungen des deutschen Fiskus kommen natürlich erhebliche Eventualverbindlichkeiten dazu, die sich aus der De-Facto-Garantie des Euros ergeben. Die "schwarze Null" ist somit eine trickreich zusammengestellte Fiktion von Verfassungsrang. Oder anders ausgedrückt: absurdes Theater.

Nun wiederholen auch Sie, wie schon im Aufruf der Jenaer Allianz, das Mantra von den niedrigen Zinsen, die verhindern, dass sich die Standortbedingungen verbessern. Damit wiederhole ich auch Ihnen gegenüber nochmal meinen Vorwurf, den ich nach dem Erscheinen des Jena-Aufrufs formuliert habe: woher wissen Sie eigentlich, dass der markt-adäquate oder markt-konforme Zentralbankzins

größer als Null ist? Sie setzen das einfach voraus. Weil die Zinsen früher höher waren? Ich denke, wir sollten uns an den Satz von Hayek aus seinem Use-of-Knowledge-Artikel erinnern: "It is, perhaps, worth stressing that economic problems arise always and only in consequence of change. As long as things continue as before, or at least as they were expected to, there arise no new problems requiring a decision, no need to form a new plan." Hayek, The Use of Knowledge in Society, American Economic Review XXXV, 1945, p. 519-30. Das Preissystem, das das dezentral verstreute Wissen koordiniert, ist sozusagen nur nötig, wenn sich die Dinge ändern. Man sollte also als liberaler Ökonom sich nicht einfach auf Preise der Vergangenheit, auch nicht auf die Zinssätze berufen. Das Faktum, dass diese in der Vergangenheit höher waren, berechtigt uns nicht, zu sagen, dass die EZB die Zinsen künstlich drückt. Dazu bedarf es einer Analyse der gegenwärtigen Angebots- und Nachfragebedingungen auf dem Kapitalmarkt.

Und hier sehe ich nicht, dass das Manko an Standortbedingungen in Deutschland die Ursache dafür ist, dass die Netto-Investitionsquote so niedrig ist. Würde mehr Dynamik, mehr Wachstum diese Netto-Investitionsquote erhöhen? Das glaube ich nicht. Durch diese Dynamik, die ich mir sehr wünsche, würden die Bruttoinvestitionen höher - das ist nicht strittig. Aber diese Dynamik würde doch vor allem auch aus schnellerem technischem Fortschritt bestehen. Mehr und schneller zur Industrie 4.0. Raschere Digitalisierung. Schnellere Erneuerung des Bestands an Gebäuden im Sinne von Energiesparen. Schnellere Umsetzung der molekular-biologischen Erkenntnisse in Medikamente und Instrumente, die der Lebensverlängerung dienen. Aber überall, wo wir mehr im Detail hinsehen, entsteht durch diese Innovationen und Investitionen erhöhter Abschreibungsbedarf bei den vorhandenen Anlagen, gerade auch bei den vorhandenen Immobilien. Schnelleres Wachstum bedeutet kürzere Lebensdauer der Kapitalgüter und damit verringerte Kapitalbindung im Produktionsprozess. Das wirkt sich letztlich in verminderten Nettoinvestitionen aus. Das  $I$  in  $S=I$  als Gleichgewichtsbedingung stellt die NETTO-Investitionen dar.

Ich bin immer dabei, wenn es um bessere Standortbedingungen geht. Ich habe da ja im Verlauf meiner Teilnahme an der wirtschaftspolitischen Debatte auch immer wieder Vorschläge gemacht. Aber diese verbesserten Standortbedingungen lösen nicht das Problem, dass die Menschen mehr sparen wollen als es sinnvollen Bedarf an Nettoinvestitionen gibt. Sie verschärfen es eher noch.

Beste Grüße

Ihr

Carl Christian von Weizsäcker

Liebe Mitdiskutanten,

unsere vielschichtige Debatte hat drei theoretische Kernfragen herausgeschält, in denen die Auffassungen auseinandergehen:

### **1. Haben wir überhaupt eine Sparschwemme?**

Herr von Weizsäcker und Herr Fels bejahen dies, während Herr Mayer und ich glauben, daß niedrige Zinsen auch Folge mangelnder Sicherheiten und einer Regulierung sein können, die Anleger in die Staatsanleihen treibt.

### **2. Wird eine etwaige Sparschwemme ewig anhalten?**

Intertemporale Budgetbeschränkungen sind über einen unendlichen Zeithorizont definiert. Ein zeitweiliges  $r < g$  ist irrelevant und führt bei leichtsinniger Extrapolation (vgl. Griechenland) zu Problemen.

### **3. Wie bewertet man die Risiken der Staatsverschuldung?**

Aus Bankersicht tanzt man, so lange die Musik spielt. Eine zurückhaltende Staatsverschuldung mindert aber das Risiko, daß die Sache "in tears" endet und einfache Sparer, wie so oft, enteignet werden. Diesen Punkt haben Herr Blankart und Herr Sievert angesprochen.

Viele Grüße  
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Sievert – die These Hayeks von der Weisheit des Systems der Preissignale kann auch vom Fiskus in Anspruch genommen werden – natürlich mit der angemessenen Vorsicht, die ja auch ein privater Kreditnehmer walten lässt. Ein kurzfristiger Zinssatz ist kein starkes Preissignal und hat dementsprechend zum Beispiel auf Investitionsentscheidungen keinen großen Einfluss. Ein Zinssatz auf eine dreißigjährige Staatsanleihe ist demgegenüber ein sehr starkes Preissignal. Wenn er fast so niedrig ist wie der für 10-Jahres-Anleihen, wenn dazu sein Rückzahlungzeitpunkt in den Höhepunkt der prognostizierten deutschen demographischen Verwerfung fällt, dann ist dies ein sehr starkes Vertrauenssignal in die Fähigkeit und Bereitschaft des deutschen Fiskus, seinen Kapitalmarktverpflichtungen auch langfristig nachzukommen, und das in einer preis-stabilen Währung. Zugleich ist dieser Zinssatz ein starkes Signal dafür, dass es eine starke Fraktion der Kapitalmarktteilnehmer gibt, die an dauerhaft niedrige Nominalzinsen glaubt. Herr Fels, der den Kapitalmarkt sicher sehr viel besser kennt als Sie und ich, gehört dieser Fraktion an, so wie ich es auch tue. Das zeigt zwar nicht, dass wir recht haben, wohl aber dass Fels, Summers, Bernanke, Weizsäcker keine spinnerten Sektierer sind, sondern viele gleichgesonnene Marktteilnehmer neben sich haben. Ich weiß nicht, ob es das gibt: einen Markt, in dem man diese Anleihe auf Termin verkaufen und kaufen kann. Dann würde der Kurs dieser Anleihe ja eine wichtige Signalfunktion bekommen.

Die Wirtschaftspolitik steht heute, wie immer schon, vor dem Dilemma eines Zuviel oder eines Zuwenig an Staatsverschuldung. Natürlich haben Sie recht, dass Bonitäts-Rückwirkungen einer zusätzlichen Staatsverschuldung bedeutsam sind; aber daneben sind es eben auch die vom Kapitalmarkt ausgehenden Preissignale. Und bei diesem hier besprochenen Preissignal empfinde ich es als ziemlich klar, dass man die Deflationsgefahren hoch und die Inflationsgefahren geringer einschätzen sollte.

Heute lese ich in der Zeitung, dass ein griechischer Minister, der enger Vertrauter des Ministerpräsidenten Tsipras ist, sich auf eine Äußerung von Romano Prodi beruft, welcher gesagt haben soll, dass sich Frankreich und Italien mit anderen Staaten zusammen tun sollten gegen Deutschland, „damit wir Realitäten konstruieren, die der gesamten EU helfen, von neuem den Weg der wirtschaftlichen Entwicklung einzuschlagen.“ FAZ 17 August, S. 15. Selbst wenn man, wie Sie vielleicht, die Gefahr einer Deflationsspirale geringer einschätzt als ich das tue, so entsteht für einen doch die politische Gefahr einer Isolierung Deutschlands in Europa. Und die wiederum könnte genau das deutsche Ziel, mittels einer stabilen gemeinsamen Währung der deutschen Industrie ihren Absatzmarkt zu garantieren, zunichte machen. Bei dieser Einschätzung ist für mich klar, dass die im Preis nicht enthaltenen Nebenwirkungen einer zusätzlichen deutschen Staatsverschuldung zu 1.325 % p.a. für 30 Jahre im Saldo massiv positiv sind.

Beste Grüße

Ihr

CCvW

Lieber Herr van Suntum,

möglicherweise leidet unsere Diskussion am Mangel einer klaren Definition von Zins. Soweit ich das überblicke reicht die Definition von Zins vom Anteil am Profit (Klassik) über (nicht sehr präzise definierte) Zeitpräferenz (Neoklassik) bis zu Liquiditätsprämie (Keynes). Mir scheint auch, dass Samuelson den Begriff des Zinses ziemlich locker verwendet, wenn er ihn als Rate der Transformation von heutigem Konsum in künftigen Konsum verwendet (und das locker Zeitpräferenz nennt). Eine wirklich präzise Definition des Zinses habe ich nur bei den Österreichern (besonders von Mises) gefunden. Dort ist Zins Zeitpräferenz im wörtlichen Sinn: er gibt an, welche Menge von Gut A ich bereit bin heute aufzugeben, um eine andere Menge von Gut A in der Zukunft zu haben. Wie ich schon sagte, kann Zins strikt als Zeitpräferenz verstanden nur positiv sein, denn wäre er null oder negativ hätte ich nichts gegen Zeitverschwendung oder würde diese sogar bevorzugen (was wirtschaftlichem Handeln widerspricht).

Nun könnte man einwenden, das sei semantische Haarspalterei. Warum soll Samuelson seine Transformationsrate von Arbeiterkonsum in Pensionärskonsum nicht Zins nennen und diesen mit der Zeitpräferenz gleichsetzen? Nun, wenn wir keine präzise Definition von Zins haben, dann kommen wir möglicherweise zu falschen Lösungen des Samuelson'schen Transformationsproblems. Ich kann mir schon vorstellen, dass ich bei der Transformation von Konsum heute in zukünftigen Konsum mit "Schwund" rechnen muss (wie bei der Lagerung bestimmter Vorräte). Aber ich komme natürlich zu anderen Lösungen, wenn ich den Schwund nicht als negativen Zins verstehe.

Beste Grüße,

Thomas Mayer

Lieber Herr von Weizsäcker,

vielen Dank für Ihre Antwort. Es ging mir darum, festzuhalten, dass eine Flucht in sichere Anlagen und die Verweigerung von Kredit an Einheiten, die keine hochrangigen Sicherheiten stellen können, kein Indiz für ex ante  $S > I$  ist. Ich würde auch keine Notwendigkeit dafür sehen, dass die Politik Leuten helfen soll, die (gemessen an ihrer Lebenserwartung) früh in Rente gehen wollen und für ihre Altersvorsorge nur sehr sichere Anlagen akzeptieren. Wer so handelt soll das auf eigene Rechnung tun.

Beste Grüße, Thomas Mayer

Lieber Herr Mayer,

ich denke, die Begriffe lassen sich nur sauber trennen auf Basis eines präzisen Modells. Meines kennen Sie ja bereits (hängt hier nochmals an und ist inzwischen zur Publikation in einer keynesianischen Zeitschrift angenommen).

Demnach ist Zeitpräferenz nicht dasselbe wie der Zins, zumal man ja auch zwischen verschiedenen Zinsen (Geldmarktzins, Kapitalmarktzins) unterscheiden muss.

Beste Grüße

Ulrich van Suntum

18.8.15.

Lieber Thomas,

auf Deine Frage an mich zur Unmöglichkeit einer negativen Zeitpräferenzrate erinnere ich an eine Antwort, die Dir Herr von Weizsäcker in einer früheren Emaildebatte bereits 2012 oder 2013 auf dieselbe Frage einmal gab (wir drehen uns manchmal arg im Kreis in dieser Diskussion). Hier das Zitat aus seiner damaligen Email:

“Dass der natürliche Zins nicht negativ sein könne, ist ein Irrtum, der sich in der liberalen deutschsprachigen Denkschule von Generation zu Generation fortschleppt. Die Zeitpräferenz, die Sie anführen, gilt für ein Modell, in dem die Menschen unendlich lang leben und sich von Jahr zu Jahr in ihren Fähigkeiten und Bedürfnissen nicht ändern. In einem Modell mit überlappenden Generationen, von denen jede aber nur endlich lang lebt (wie ich meine, eine etwas realistischere Annahme), kann es durchaus eine quasi „negative“ Zeitpräferenz geben, nämlich dann, wenn man ein Rentnerdasein im Alter erwartet, in dem man nicht mehr für Lohn arbeiten kann oder will.”

Ich kann mir persönlich uebrigens viele Dinge vorstellen, die ich doch lieber erst im Alter als schon jetzt konsumieren moechte: betreutes Wohnen, langweilige Kreuzfahrten, Seniorenhandys, Rollatoren etc. Deswegen finde ich die Idee einer negativen Zeitpraeferenzrate gar nicht abstrus. Nur weil ein paar Oesterreicher das mal angenommen hatten, zu einer Zeit als die meisten Leute darbtten und natuerlich eine sehr hohe positive Zeitpraeferenz hatten, muss es ja kein allgemeingueltiges Gesetz sein. Aber vielleicht mache ich als “Unternehmenspraktiker” (Zitat Homburg) da einen logischen Fehler.

Schliesslich zur Frage, ob der niedrige Zins nicht eher der Nachfrage nach sicheren Anlagen und dem Mangel an hochrangigen Sicherheiten fuer Kredite geschuldet ist. Der Mangel an guten beleihbaren Objekten und die damit einhergehende Kreditbeschaenkung und Investitionsbremse passt doch sehr gut zu unserer These vom ex-ante S>I. Es gibt vielfaeltige Gruende dafuer, dass die Investitionsnachfrage schwach ist. Auch dieser gehoert wohl dazu. Dass die Nachfrage nach Staatenleihen durch die Risikoscheu der Anleger und vielfaeltige Regulierungen (finanzielle Repression) kuenstlich erhoehrt ist und dies den risikolosen Zins drueckt, glaube ich auch. Aber auch die Zinsen fuer risikobehaftetete Anleihen des Privatsektors und die Renditen anderer risikobehafteter und weniger liquider Anlagen (Private Equity etc) sind doch ausgesprochen niedrig. Das laesst die These einer weltweiten Sparschwemme weiterhin plausibel erscheinen.

Herzliche Gruesse,

Joachim

Lieber Herr Fels,

zwei Zitate und meine Antworten darauf:

"Deswegen finde ich die Idee einer negativen Zeitpraefferenzrate gar nicht abstrus. Nur weil ein paar Oesterreicher das mal angenommen hatten, zu einer Zeit als die meisten Leute darbtten und natuerlich eine sehr hohe positive Zeitpraefferenz hatten, muss es ja kein allgemeingueltiges Gesetz sein. Aber vielleicht mache ich als "Unternehmenspraktiker" (Zitat Homburg) da einen logischen Fehler."

Kein Fehler, ich teile Ihre Ansicht vollkommen. Eine Zeitpraefferenzrate ist keine **Zahl**, sondern eine **Funktion**, nämlich die intertemporale Grenzrate der Substitution (minus Eins). Abhängig vom Einkommensprofil kann sie durchaus negativ sein.

"Aber auch die Zinsen fuer risikobehaftetete Anleihen des Privatsektors und die Renditen anderer risikobehafteter und weniger liquider Anlagen (Private Equity etc) sind doch ausgesprochen niedrig. Das laesst die These einer weltweiten Sparschwemme weiterhin plausibel erscheinen."

Spaltet man Moody's WACC-Zeitreihen in Fremdkapital- und Eigenkapitalzinsen auf, dann zeigt sich, daß die Eigenkapitalzinsen seit 2008 **gestiegen** sind. Dies spricht klar gegen die Sparschwemme und für einen reinen Portfolioeffekt, den "flight to quality".

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Mayer- die definatorische Frage, was ist Zins, was ist Zeitpraefferenz ist natürlich schon sehr sorgfältig von Böhm-Bawerk behandelt worden. Ihm gegenüber ist der Mises-Vorschlag ein Rückschritt. Zeitpraefferenz als die Minderschatzung eines bestimmten Gutes zu definieren, bedeutet, dass die Zeitpraefferenz gar keine exogen vorgegebene Größe ist, sondern endogen erst im Marktgleichgewicht bestimmt ist. Wir haben das in einer früheren Phase unserer Debatte schon einmal diskutiert. Wir wollen doch von exogen vorgegebenen Parametern auf die endogen bestimmten Variablen schließen. Schon Böhm-Bawerk hat mit seinen drei Gründen, weshalb der Zins positiv sei, klar zwischen (modern gesprochen, seine damalige Terminologie war etwas anders) Kapitalangebot (erster und zweiter Grund) und Kapitalnachfrage (dritter Grund: die berühmte Mehrgiebigkeit längerer Produktionsumwege) unterschieden. Aus dem dritten Grund auf der Kapitalnachfrageseite kann man dann ableiten, dass es doch irrational wäre („Zeitverschwendung“ in Ihrem Sinne), ein späteres Gut wie zB Arbeit derselben Menge desselben Gutes für heute vorzuziehen. Man könnte also Mises im Sinne dieses dritten Grundes von B-B interpretieren. Wenn man nun Zeitpraefferenz in diesem Sinne definiert, dann ist sie nicht exogen vorgegeben, sondern qualitativ abgeleitet aus der Mehrgiebigkeit längerer Produktionsumwege, also aus der Struktur der Kapitalnachfrage.

Damit aber ist sie noch nicht quantitativ bestimmt. Um dies zu tun, braucht man die Kapitalangebotsseite. Und hier gibt es bei B-B erstens den Grund der Unterschiedlichkeit zwischen

der zeitlichen Verfügbarkeit von Gütern zur Bedürfnisdeckung und der zeitlichen Struktur der Bedürfnisse. Nun kann man nach Böhm-Bawerk Güter durch Lagerung immer in die Zukunft verschieben, jedoch nicht aus der Zukunft in die Gegenwart. Daher ergibt sich ein Plus für frühere Güter. Was B-B dabei vernachlässigt, sind die Lagerungskosten. Das ist ihm schon von vielen Kritikern zu seinen Lebzeiten vorgeworfen worden. Der zweite Grund auf der Kapitalangebotsseite ist die Ungeduld der Menschen in Sachen Bedürfnisbefriedigung, also das, was Irving Fisher dann Zeitpräferenz genannt hat. So verwendet man diesen Begriff in der Theorie bis heute. So hat es auch van Suntum hier schon getan – auch in seinem Paper, das er herumgeschickt hat. Genau gesagt – und das hat schon Böhm-Bawerk verstanden - heißt dies: angenommen ich habe von allen Konsumgütern heute und morgen gleich viel: wann würde ich jetzt eine zusätzliche Einheit eines Gutes lieber haben, heute oder morgen? Bei Fisher-scher Zeitpräferenz ist die Antwort: heute. Aus diesen beiden Gründen (wenn man die Lagerkosten vernachlässigt) kann man nun ableiten, wie hoch der positive Gleichgewichtszins in einer stationären Volkswirtschaft ist, indem nun alle drei Gründe zusammenspielen. Dann kann man zum Beispiel komparative Statik machen. Je höher die Fishersche Zeitpräferenz ist, desto höher ist der Zins im Gleichgewicht. Die Mises-sche oder Mayer-sche Zeitpräferenz ist dann das Ergebnis des Zusammenspiels der drei Gründe.

Ich finde: im Vergleich zu Böhm-Bawerk ist Mises in dieser Hinsicht ein großer Rückschritt.

Nun aber zur Frage: hat denn Böhm-Bawerk recht? Da ist meine Antwort: nicht unbedingt. In meinem PWP-Artikel, Abschnitte 2,3 und 4 handle ich das ab. Hier nur so viel: der dritte Grund der Mehrergiebigkeit längerer Produktionsumwege, gilt nicht universell, sondern nur bis zu einem gewissen Punkt. Ich will das hier nicht vertiefen. Lesen Sie dazu Abschnitt 3 meines PWP-Artikels. Der erste Grund ist auch nicht voll gültig, denn es gibt Lagerkosten. Und für den zweiten Grund der Zeitpräferenz im Fisherschen Sinn, gibt es konterkarierende Gründe: man will sparen für Zeiten, in denen man mit eigener Arbeit kein Geld mehr verdient. Ist dieser konterkarierende Grund quantitativ sehr bedeutsam, so kann er die Produktionsumwege so weit treiben, dass ihr Mehrertrag negativ wird. Das ist m.E. heute der Fall wegen unserer hohen Lebenserwartung. Von Böhm-Bawerk aus kann man sinnvoll weiter gehen, von Mises aus meines Erachtens überhaupt nicht.

Inzwischen hat Joachim Fels Ihnen zu diesem Thema auch schon geantwortet, in ähnlichem Sinn wie ich oben. Aber da ich gestern die Mail nicht mehr abgeschickt habe, noch eine Nachbemerkung zum ersten Grund von Böhm-Bawerk: man kann Güter durch Lagerung in die Zukunft schieben, nicht jedoch durch „negative Lagerung“ von der Zukunft in die Gegenwart. Daher seien heutige Güter subjektiv mehr wert als zukünftige. Auf den Einwand von Bortkiewitsch und anderen, dass es eben doch Lagerkosten gibt, hat B-B damals geantwortet: das ist heute nicht mehr relevant, denn man kann die Lagerung ja in Geldform machen, und da ist sie kostenlos. Dabei hat er allerdings übersehen, dass Inside Money ja immer auf der Passivseite des Geldschöpfers steht und dann bei einem privaten Geldschöpfer „gedeckt“ sein muss durch dessen Aktiva, die entweder direkt Realkapital oder Beteiligungen an Nichtbanken sind oder selbst wieder Kredite darstellen, sodass das Lagerungsproblem nur vom Sparer auf die Bank verschoben wird. Die „Lagerungskosten“ im weiteren Sinn dieses Worts zeigen sich dann in der erforderlichen Spanne zwischen der Rendite der Bankaktiva und den Sollzinsen, die sie zahlt. Das gilt dann auch volkswirtschaftlich, wie ich in einer früheren Mail als Antwort auf Homburg geschrieben habe: Der Kreditzins, den das Unternehmen der Bank bezahlt, überschätzt die volkswirtschaftliche Grenzproduktivität des durch den Kredit finanzierten Realkapitals; denn die Selektionskosten und Überwachungskosten der Bank müssen von dem betrieblichen Grenzertrag des Realkapitals noch abgezogen werden. Anders ausgedrückt: je mehr Realkapital in der Volkswirtschaft vorhanden ist, desto höher sind die Kosten der Projektauswahl und

der finanziellen Überwachung bei der Verwendung dieses Realkapitals. Noch anders ausgedrückt: je komplexer das Wirtschaftsgeschehen ist, desto höher sind nicht nur die Vorteile der Komplexität (z.B. Vorteile der Arbeitsteilung), sondern auch die Kosten der Komplexitätsbeherrschung. Ab einem bestimmten Grad der Komplexität mögen die Nachteile die Vorteile zusätzlicher Komplexität überwiegen – oder eben, in der Terminologie Böhm-Bawerks: ab einem bestimmten Ausmaß volkswirtschaftlicher Produktionsumwege mögen die Kosten zusätzlicher Produktionsumwege deren Vorteile überwiegen. Wenn aber das Vorsorgebedürfnis der Menschen diesen optimalen Grad der Produktionsumwege übersteigt, dann muss der Staat (als der einzige glaubwürdige Ponzi) entsparen, um so ein Gleichgewicht auf dem Kapitalmarkt bei Preisstabilität (also bei einem nichtnegativen Zins) zu ermöglichen.

Auch wenn die Menschen in der Form von Zentralbankgeld horten, ist die Geschichte nicht wesentlich anders, sofern wir verstehen, dass Zentralbankgeld (also zB Banknoten) genau wie Staatsschulden bei einem Staatsschuldenzins von Null auf der Passivseite der konsolidierten Bilanz der öffentlichen Hand stehen.

Beste Grüße

Ihr CCvW

Lieber Stefan Homburg – wenn es so einfach wäre mit der Sparschwemme! Ex Post gilt in einer geschlossenen Volkswirtschaft immer  $S=I$ . Aber wie ist es, wenn diese Volkswirtschaft nicht durchgängig prosperiert? Die Sparschwemme ist die hypothetische Ungleichung  $S>I$  unter Bedingungen der Prosperität. Hat der OECD+China –Raum seit 2008 durchgängig den Zustand der Prosperität? Warum gibt es den flight to quality? Die Sparschwemme wurde von Bernanke diagnostiziert, weil China den Großteil des US-amerikanischen Leistungbilanzdefizits finanzierte, also das ärmste Land in der Runde das reichste Land in der Runde finanzierte – und darob auch noch heilfroh war. Das war alles lange vor der Great Recession. Diese dann veranlasste Bush und vor allem Obama mit 10% des US-amerikanischen GDP staatliches Entsparen zu betreiben. Doch wohl nicht, weil man meinte, im Prosperitätsfall wäre  $I>S$ . Was wäre wohl mit der Weltwirtschaft nach 2009 geschehen, wenn dieses enorme fiskalische Entsparen in den USA (und auch anderswo) nicht stattgefunden hätte?

Ich will gar nicht sagen, dass ich  $S>I$  für den hypothetischen Fall der durchgängigen Prosperität beweisen kann. Aber einen so einfachen Kontra-Indikator wie den von Ihnen heute früh in der Mail an Fels angeführten gibt es auch nicht.

In einer früheren Mail hatte ich Ihnen gegenüber ja argumentiert: eine gestiegene Risikoprämie für Eigenkapital ist noch kein Beweis für mehr Kapitalknappheit. Sie kann auch dadurch gestiegen sein, dass die Rendite auf sichere Anlagen gefallen ist. Es ging damals um den von Ihnen ins Gespräch gebrachten Effekt gesteigener Sicherheitenanforderungen für Kredite. Vgl. meine Mail vom 8.8. gegen Abend.

Beste Grüße

CCvW