

Makro-Runde 22. Juni- 19. Juli 2016

22. 6. 16

Lieber Herr von Weizsäcker,

Sie kommen in Ihrem Modell ja zu einem ähnlichen Schluss wie Caballero und Farhi mit ihrer „Safe Asset Shortage“ Hypothese, nämlich dass der Staat die Funktion als Anbieter von hochliquiden und ausfallsicheren Finanzinstrumenten (z.B. der Bundesanleihe) einnehmen sollte. Das wirft aber doch die folgenden Fragen auf:

- Liegt auf dem Markt für ausfallsichere Finanzinstrumente überhaupt Marktversagen vor?
- Oder spiegelt ein negativer Zins nicht einfach nur eine hohe Präferenz für diese ausfallsicheren Anlagen (Ersparnis kann auch in Aktien angelegt werden) wider bzw. spiegelt ein negativer Zins nicht eine durch regulatorische Bevorzugung (z.B. Liquidity Coverage Ratio in Basel III) induzierte zu hohe Nachfrage nach diesen ausfallsicheren Anlagen wider?

Mit besten Grüßen,

Markus Demary

Lieber Herr von Weizsäcker,

ich möchte mich Herrn Demary mit folgender Frage anschließen:
Sie sehen Staatsdefizite als nützliches und wirksames Instrument,
private Ersparnisse abzuschöpfen: Die Privaten wollen Bonds, und
der Staat bietet diese an.

Warum befürworten Sie zugleich Staatsanleihenkäufe der EZB. Diese
kauft die Bonds und macht damit doch das exakte Gegenteil der
von Ihnen befürworteten Politik.

Viele Grüße und erneut Dank für die Zusammenfassung
Ihr Stefan Homburg

Lieber Demary, lieber Homburg

Meine Theorie ist keine der Safe Asset Shortage, sondern der Ungleichung zwischen dem Vermögenswunsch der Menschen und der Möglichkeit, dieses Vermögen vernünftig anzulegen, wenn es keine Staatsschulden gibt. Bei den Staatsschulden geht es mir nicht primär um „safe assets“, sondern um ihre Existenz überhaupt. Auch heute schon sind ja die Rentenansprüche, die der Staat dem Bürger schuldet, nicht auf Heller und Pfennig fixiert; sondern sie atmen mit den Löhnen der nachfolgenden Generation. Robert Shiller schlägt ja seit Jahren vor, dass der Fiskus bei seinen expliziten Schulden sich durch den Verkauf von Ansprüchen am Sozialprodukt finanzieren sollte. Ungefähr das tut ja schon seit Jahrzehnten die GRV. Vieles spricht dafür, dass die Menschen bei dieser Form von variablen Ansprüchen sogar besser bedient wären als bei nominalen Fixansprüchen,

wie zum Beispiel bei der heutigen privaten Lebensversicherung. Nach dem Shiller-Plan könnten die privaten Lebensversicherer solche Papiere aus dem Deckungsstock kaufen und den Kunden entsprechende Policen anbieten. Ich denke, derartige Verträge würden gerne gekauft.

Die Frage des Anleihekaufs beim QE, lieber Herr Homburg, ist keine säkulare Frage wie die eben diskutierte. Die Zentralbank könnte das Zentralbankgeld dadurch schöpfen, dass sie den Geschäftsbanken Kredit gibt. Wenn dann die Banken bei zusätzlicher Zentralbankgeldschöpfung mehr Staatsanleihen kaufen, dann ist das ja ein indirekter Kauf von Staatsanleihen. Bei einer Zinspolitik der Zentralbank ist es technisch einfacher, wenn die Zentralbank auch Offenmarktpolitik betreibt, als wenn sie ausschließlich Kredit an Geschäftsbanken gibt. Dass sie Offenmarktpolitik mit Staatspapieren macht, ist dem Fall vorzuziehen, dass sie Unternehmensanleihen kauft. Letzterer hat das Potential, den Wettbewerb zwischen Unternehmen zu verfälschen. (Früher gab es die Wechsel-Rediskontierung, die damals sinnvoll war, jedoch schon damals eine gewisse Wettbewerbsverzerrung mit sich brachte). (Aber ich schreibe hier wie der Student in der Klausur für einen Leser, der das alles ja besser weiß als der Schreiber). Das QE kann ja gedanklich in zwei Teile zerlegt werden: 1. Einfluss auf die Bilanzsumme der Zentralbank und 2. Einfluss auf die Struktur der Aktiva der Zentralbank. Der 2. Punkt betrifft die Beeinflussung der Fristenstruktur der Zinsen. Der erste Punkt betrifft das Zinsniveau insgesamt. Strebt die Zentralbank ein bestimmtes Zinsniveau an, dann muss sie primär ihre Bilanzsumme verlängern oder verkürzen. Strebt die Zentralbank eine bestimmte Zinsstruktur an, dann muss sie eben je nach dem am kurzen oder am langen Ende kaufen bzw. verkaufen. Beim QE strebt die Zentralbank eine Senkung des Zinsniveaus an, wobei sie am kurzen Ende wegen der Nullzinsschranke nichts mehr ausrichten kann, weshalb sie das Zinsniveau nur noch durch eine Veränderung der Zinsstruktur senken kann. Aber QE reduziert im Fall einer Bilanzverlängerung die „Staatsschulden“ im weiteren Sinne nicht, wenn man das Zentralbankgeld als „Staatsschulden“ auffasst. Es ist dies dann nur ein „Passivtausch“ in der konsolidierten Bilanz des Staats und der Zentralbank.

Natürlich bringt QE Probleme mit sich. Denn die sich ohne QE und bei positiven Zinsen am kurzen Ende ergebende Zinsstruktur hat ja auch ihren Sinn. So kann sie zum Beispiel den Geschäftsbanken via Fristentransformation Verdienstmöglichkeiten schaffen. Und bei der EZB (nicht der FED) ergibt sich das zusätzliche Problem einer „gerechten“ Auswahl der zu kaufenden Staatsanleihen. Jedoch, was soll man machen angesichts der Nullzinsgrenze, da man versucht, den Euro schwach zu halten, um so die Exporte zu ermutigen und die Importe zu bremsen? Dann ist es besser, die Zentralbank kauft die Anleihen als das Ausland, sprich USA oder China, mit einer entsprechenden Aufwertung des Euro.

QE wäre nicht nötig, wenn der deutsche Fiskus sich stark verschulden würde, sodass die Nullzinsgrenze nicht mehr so quält wie sie es jetzt tut.

Beste Grüße

Ihr CCvW

23.6.16

Lieber Herr von Weizsäcker, liebe Teilnehmer,

wie Sie aus meinen Beiträgen aus früheren Runden dieser langen Debatte wissen, teile ich CvWs Diagnose einer weltweiten säkularen (vor allem demographisch bedingten) Sparflut und eines daraus resultierenden sehr niedrigen natürlichen Zinses. Auch in der Therapie -- höhere Staatsausgaben (für investive Zwecke) und/oder Steuersenkungen -- bin ich ganz bei CvM.

Was die Geldpolitik und vor allem QE in Staatsanleihen angeht, bin ich allerdings mittlerweile der Meinung, dass die negativen Nebenwirkungen die Vorteile überwiegen. Zum einen gibt es weltweit (zumindest nach meiner täglichen beruflichen Erfahrung) eine hohe Nachfrage nach 'safe assets'. Da spielt natürlich die Regulierung eine Rolle, aber auch die Probleme in vielen Schwellenländern (ich bin gerade in Lateinamerika unterwegs). Die EZB und die Bank von Japan verknappen aber gerade das verfügbare Angebot von sicheren Anlagen.

Zum anderen verzerrt QE die Preise von Finanzaktiva und Sachaktiva über den Portfolio-Rebalancing-Effekt. Das ist zwar geldpolitisch kurz- und mittelfristig erwünscht und ziemlich erfolgreich, macht es aber langfristig schwierig, aus dieser Politik wieder auszusteigen.

Deshalb schlage ich vor, ernsthaft (oder zumindest ernsthafter als bisher) über helicopter money nachzudenken. Eine direkte Finanzierung von Staatsausgaben/Steuersenkungen durch die Notenbank, die die effektive Nachfrage erhöhen und damit die Inflation auf ein ökonomisch angemessenes Niveau anheben könnten, vermeidet die Verzerrungen, die mit der indirekten Finanzierung über QE einhergehen. Ben Bernanke hat einen Vorschlag gemacht, wie das (in den Vereinigten Staaten) technisch funktionieren könnte ohne die Unabhängigkeit der Fed all zu sehr in Frage zu stellen (Link: <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2016/04/11-helicopter-money>).

Aber vielleicht ist das mit der Unabhängigkeit der Notenbanken auch gar keine so gute Idee, jedenfalls nicht in einer Welt der Sparfluten, Schuldenüberhänge und deflationären Tendenzen. Das grenzt in Deutschland natürlich an Häresie und ich freue mich auf die Reaktionen, aber wir sollten nicht vergessen, dass WIR die Unabhängigkeit der Bundesbank nicht erfunden haben - das waren die (angelsächsischen) Väter unserer Verfassung, die verhindern wollten, dass Deutschland jemals wieder einen Weltkrieg über die Notenpresse finanzieren kann. Mehr hier <https://www.pimco.com/insights/economic-and-market-commentary/macro-perspectives/the-downside-of-central-bank-independence>

Beste Grüße aus Kalifornien und herzlichen Dank für die vielen meist sehr hilfreichen Beiträge!

Joachim Fels

Liebe Teilnehmer,

hier nur ein kurzer Zwischenruf:

Ganz abgesehen ob man QE gut oder schlecht findet:

Anleihenkäufe der Zentralbank verringern nicht die Staatsschulden, sondern verändern nur deren Form und Fristigkeit. Die Zentralbank muss ja letztendlich mit dem Staat konsolidiert werden. Dies gilt im übrigen auch für die Eurozone, denn 80 der Anleihenkäufe werden von den NZBs getätigt.

Die Überschriften ‚EZB kauft Milliarden Anleihen‘ stimmt also nicht. Es sollte heißen: die Bundesbank kauft ‚unsere‘ Staatsanleihen. Das Angebot an langfristigen Bundesanleihen sinkt also, aber dafür hat das Bankensystem mehr Forderungen an die Bundesbank.

Mit vielen Grüßen aus dem Brexit fiebernden Brüssel,

Lieber Daniel,

das ist alles richtig, aber den Investoren in aller Welt, die sichere Staatsanleihen kaufen wollen, weil diese ihre ansonsten riskanten Portfolios ausbalancieren können, hilft das nicht. Für sie (uns) werden durch QE sichere Anlagen trotzdem knapper, weil wir nicht in Überschussreserven der Banken investieren können.

Wir fiebern hier mit, was den Brexit angeht. Fingers crossed..

Gross,
Joachim
alle,

die Anregung von Herrn Fels, diese Diskussion auf das Helikoptergeld auszuweiten, finde ich gut. Anhängend ein kleiner Beitrag dazu von mir, der ursprünglich für die FAZ gedacht war, aber leider von der Zeitung nicht gebracht wurde. (Seitdem ich in der Politik bin, ist es schwer geworden, Aufsätze unterzubringen)

Helikoptergeld hat viel Ähnlichkeit mit dem sogenannten Vollgeld, das ja auch Thomas Mayer vertritt. Nur dass Vollgeld zusätzlich noch eine 100%-Reserve a la Fisher vorsieht.

In dem von mir verwendeten (stock-flow-konsistenten) OLG-Modell ergibt sich, dass Helikoptergeld - anders als Kreditgeld - langfristig keinen Einfluß auf den Zinssatz hat. Das liegt daran, dass die Zentralbank hier eben nicht über die Kreditmärkte agiert, sondern das Geld einfach verschenkt. Dieser Unterschied wurde übrigens schon von Metzler in den 1950er Jahren entdeckt, scheint aber inzwischen nicht mehr bekannt zu sein. Ich hänge meinen Konferenzbeitrag zur letzten Jahrestagung des VfS, der dies zeigt, hier ebenfalls an.

In der Sache bedeutet das, dass ein Ersatz von Kreditgeld durch Helikoptergeld den Zinssatz c.p. erhöhen würde. Die "Österreicher" unter uns dürften das gut finden, da sie an einen natürlichen Zinssatz glauben. Stefan Homburg vielleicht auch, weil er - wie ich - das gegenwärtige Niedrigzinsniveau für falsch hält. Allerdings sinkt damit das langfristige Gleichgewichtseinkommen, jedenfalls sofern man keine ricardianische Äquivalenz unterstellt. Andernfalls wäre auch Kreditgeld langfristig ohne Einfluß auf Zinssatz und Realeinkommen, wie Tom Neugebauer und ich in unserem Papier argumentieren.

Beste Grüße

Anhang Mail van Suntum

Ulrich van Suntum

Helikoptergeld muss nicht des Teufels sein

Auf die Menge kommt es an – Der Vorteil wäre ein Ende der Zinsmanipulation durch die EZB

Die Idee, Geld einfach „aus dem Hubschrauber abzuwerfen“, ist älter als es die aktuelle Debatte um das Helikoptergeld vermuten lässt. Sie wurde schon in den 1960er Jahren von dem späteren Nobelpreisträger Milton Friedman ins Spiel gebracht. Friedman war alles andere als ein Freund von Inflation und monetärer Staatsfinanzierung, ganz im Gegenteil. Als Begründer des Monetarismus vertrat er dezidiert die Ansicht, dass es nur darauf ankommt, wieviel Geld die Zentralbank insgesamt in Umlauf bringt. Ist die Geldmenge zu groß im Vergleich zum Inlandsprodukt, so sei Inflation die Folge. Ist sie dagegen zu gering, folge daraus Deflation (was Friedman bevorzugte). Der Weg, auf dem das Geld in den Kreislauf gelangt, sei demgegenüber zweitrangig. Der Einfachheit halber nahm Friedman in seinem berühmten Aufsatz an, es werde einfach ohne Gegenleistung an die Leute ausgegeben, quasi wie bei einem Abwurf aus dem Hubschrauber.

Es gibt auch durchaus praktische Beispiele für Helikoptergeld. So wurden bei der deutschen Währungsreform von 1948 jedem Bundesbürger 40 DM als Erstausrüstung bar ausgezahlt und zwei Wochen später noch einmal 20 DM. Danach allerdings wurde nur noch der bis heute übliche Weg des Kreditgeldes gewählt. Dabei verschenkt die Zentralbank kein Geld mehr, sondern sie verleiht es nur noch gegen Zinsen, üblicherweise an die Geschäftsbanken. Diese sollen es dann wiederum an Firmen und Privatkunden ausleihen, ggfs. auch an den Staat. Eine Ausnahme davon sind allerdings die Münzen. Sie werden von der Zentralbank direkt in Umlauf gebracht, ohne den Umweg über die Kreditmärkte zu nehmen. Der Erlös aus diesem sogenannten Münzregal (abzüglich der Prägekosten) fließt dem Staat zu, der somit bereits heute eine Art Helikoptergeld erhält. Allerdings ist die Größenordnung dieser Münzgewinne gegenüber der normalen Kreditgeldschöpfung vernachlässigbar gering.

In der Öffentlichkeit, und auch in weiten Teilen der Fachwelt, wird in Helikoptergeld eine große Inflationsgefahr gesehen. Wenn nicht einmal mehr Zinsen für zusätzliches Geld bezahlt werden müssen, sind dann die Geldschleusen überhaupt noch unter Kontrolle zu halten? Interessanterweise gibt es aber gerade auch unter konservativen Ökonomen Überlegungen, das Kreditgeld abzuschaffen und durch Helikoptergeld zu ersetzen. Vor allem Vertretern der österreichischen Schule der Nationalökonomie ist nämlich der überragende Einfluss der Zentralbanken auf den Zins ein Dorn im Auge. Dahinter steht die Überzeugung, dass der Zins sich in einer Marktwirtschaft allein aus dem Gleichgewicht von Ersparnis und Kapitalnachfrage ergeben sollte. Die ständige Manipulation dieses sogenannten natürlichen Zinses durch die Zentralbanken ist demnach grundsätzlich von Übel. Schon berühmte Ökonomen wie Knut Wicksell, August von Hayek und Ludwig von Mises sahen darin die Hauptursache wirtschaftlicher Instabilität.

Nach der Finanzkrise 2009, der tatsächlich eine Phase künstlich niedrig gehaltener Zinsen vorausgegangen war, erhielt diese lange Zeit fast vergessene Denkrichtung neuen Auftrieb. Spätestens aber seitdem die EZB die Zinsen auf Null und sogar in den negativen Bereich

heruntergetrieben hat, ist der Ruf nach einer grundlegenden Geldreform laut geworden. So gibt es mit dem sogen. Vollgeld einen Vorschlag, der sehr viel Ähnlichkeit mit dem Helikoptergeld hat. Er hat in der Schweiz sogar zu einer entsprechenden Volksinitiative geführt. In Deutschland werden ähnliche Ideen beispielsweise von Thomas Mayer vertreten, dem früheren Chefvolkswirt der Deutschen Bank. Auch in seinem Vorschlag eines „Aktivgeldes“ ist vorgesehen, dass die Zentralbank zusätzliches Geld nicht mehr über den Kreditweg in den Kreislauf schleust, sondern es direkt den Bürgern überweist.

Was ist nun von all dem zu halten? Zunächst muss man auf einen wichtigen Unterschied zwischen Kredit- und Helikoptergeld aufmerksam machen. Während nämlich bei übermäßigem Einsatz beide zu Inflation führen können, hat alleine das Kreditgeld auf lange Sicht auch einen Einfluß auf den Zinssatz. Denn der Zins ist keineswegs der Preis für Geld, wie oft geglaubt wird, sondern vielmehr der Preis für Kredit. Darum kann die Zentralbank den Zinssatz tatsächlich nicht mehr beeinflussen, wenn sie nur noch über Helikoptergeld verfügt. Darauf machte schon 1951 der Geldtheoretiker Lloyd A. Metzler in einem Aufsatz im Journal of Political Economy aufmerksam. Das hat freilich sowohl Vor- als auch Nachteile: Einerseits entfällt damit die Möglichkeit, in Draghi-Manier den Zins praktisch abzuschaffen, um damit marode Schuldnerstaaten auf Kosten der Altersvorsorge der Bürger am Leben zu erhalten. Andererseits würde den Zentralbanken auch ein Instrument zur Konjunktursteuerung aus der Hand genommen. Letzteres würden zumindest „österreichisch“ orientierte Ökonomen aber durchaus begrüßen.

In der aktuellen Diskussion geht es allerdings gar nicht darum, Kreditgeld durch Helikoptergeld zu ersetzen. Vielmehr soll das eine zum anderen hinzukommen. So wurde von einer schwedischen Bank jüngst vorgeschlagen, die EZB solle einfach jedem EU-Bürger 1.300 € in bar überweisen. Damit kämen mit einem Schlag 444 Mrd. € in Umlauf, und zwar zusätzlich zu der bereits massiv ausgeweiteten Kreditgeldmenge. Das wäre allerdings die schlimmste aller Welten, denn damit hätte Draghi beides: Einen massiv nach unten manipulierten Zins und zusätzlich eine massive direkte Geldmengenausweitung, die sogar ausdrücklich die Inflation ankurbeln soll. Zwar gilt nach wie vor das offizielle Inflationsziel von „unter, aber nahe 2%“. Wenn aber der Inflationszug erst einmal in Bewegung gebracht ist, wird es sehr schwer sein, ihn bei dieser Marke wieder anzuhalten. Zumal die hoch verschuldeten EU-Staaten, die im Zentralbankrat die Mehrheit haben, eher an noch höheren Inflationsraten interessiert sind. Vor diesem Hintergrund ist es sehr riskant, der EZB mit dem Helikoptergeld ein zusätzliches (und überdies vermutlich in der Bevölkerung populäres) Instrument in die Hand zu geben.

Selbst eine Inflation von „nur“ 2% bedeutet, dass sich der reale Geldwert in nur 35 Jahren halbiert. Bei normalen Zinsen wäre das kein ganz so großes Problem, aber bei Null- oder Negativzinsen läuft dies auf eine schleichende Enteignung aller hinaus, die in ihrem Leben Geldvermögen gebildet haben. Daher wäre in der Tat zu überlegen, der Zentralbank das Zinsinstrument aus der Hand zu nehmen und stattdessen direktere Wege der Geldversorgung wie beim Helikoptergeld einzuschlagen. Wie das praktisch gelingen kann und welche Verteilungswirkungen damit verbunden wären, müßte dabei aber noch geklärt werden.

Lieber Herr Fels,

wir stimmen hinsichtlich der "safe asset shortage" überein. Aus Sicht der Banken ist der Tausch von Staatsanleihen gegen Zentralbankgeld zwar ein folgen- (und nutz-)loser Aktivtausch. Anders sieht es aber z. B. bei Versicherungen aus, die keinen Zugang zur Zentralbank haben und das Angebot an Staatsanleihen dahinschwinden sehen, in die sie wegen

Solvency II investieren müssen.

Zum Helikoptergeld habe ich folgende Frage: Ein Bondmarkt läßt sich durch die Gleichgewichtsbedingung

$$B_d + B_{cb} = B_s + B_g$$

beschreiben, wobei B_d und B_s private Bondnachfrage bzw. -angebot bezeichnen, B_{cb} die Bondnachfrage der Zentralbank und B_g das Bondangebot der Regierung. Nach monetaristischer Arithmetik ist eine monetäre Staatsfinanzierung, also $B_{cb} = B_g$, bei der die Zentralbank die Staatsanleihen aufkauft, äquivalent zu Helikoptergeld.

Insbesondere hat eine solche Politik keine Zinswirkung, weil die Zentralbank das Bondangebot der Regierung aus dem Markt nimmt. Meines Erachtens brauchen wir kein Helikoptergeld, weil wir es unter QE schon haben. Ist dieses theoretische Argument aus Praktikersicht abwegig?

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg,

was das Helikoptergeld betrifft, haben sie Recht, sofern dieses tatsächlich per Ankauf von Staatsanleihen in Umlauf gebracht wird. Die Zinswirkung ist dann aufgrund Ihrer Gleichung (die unserer Gl. 26 in dem Vollgeldaufsatz entspricht) natürlich gleich Null. Anders ist es allerdings, wenn das Helikoptergeld Herrn Schäuble oder uns kleinen Staatsbürgern direkt überwiesen und zum Ausgleich das Kreditgeld entsprechend reduziert wird. Dann steigt der Zins aufgrund des von Ihnen zutreffend beschriebenen Zusammenhangs.

Beste Grüße aus Münster und sorry, dass ich mich in diese interessante Diskussion eingemischt habe

Ulrich van Suntum
Lieber Herr Homburg,

ihr theoretisches Argument ist natürlich nicht abwegig. Sofern die Regierung(en) ihr Haushaltsdefizit/Bondangebot im selben Maße ausweiten wie die die Notenbank Anleihen ankauft, ändert sich an dem von Ihnen definierten Bondmarktgleichgewicht nichts und Helikoptergeld und QE wären nach dieser Definition äquivalent.

Aber erstens ist das derzeit nicht der Fall, weil das Bondangebot in den relevanten Ländern (Eurozone, Japan) eher konstant bleibt, schrumpft oder weniger stark steigt als die Bondnachfrage der Notenbanken. Das liegt wohl daran, dass die offiziell ausgewiesenen Schulden- und Defizitquoten als (womöglich weiche) Budgetbeschränkungen wirken, die bei Helikoptergeld so nicht vorliegen würden. Solange das der Fall ist, haben sie den QE-Zinseffekt und auch die Auswirkung auf andere Assetpreise über den Portfolio-Rebalancing Effekt.

Zweitens macht es selbst in Ihrem Äquivalenzfall einen Unterschied ob das Zentralbankgeld nur temporär (QE) oder permanent (per Helikopter und ohne eingebauten zeitverzögerten Staubsauger) geschaffen wird. Letzteres sollte stärkere Nachfragewirkungen haben.

Aber vielleicht übersieht der Praktiker hier einiges - über weitere Einwände/Argumente freue ich mich!

Beste Grüße,
Ihr
Joachim Fels
Lieber Herr van Suntum,

im zweiten Fall ist es durchaus nicht "anders". Wenn die Zentralbank den Kauf von Staatsanleihen einstellt, die Regierung keine Staatsanleihen mehr emittiert und die Zentralbank das Geld direkt an die Regierung überweist, ändert sich der Gleichgewichtszins nicht. Es wird nämlich nur eine Form der monetären Staatsfinanzierung gegen die andere ausgetauscht.

Sie nehmen implizit an, daß die Zentralbank an die Regierung überweist und die letztere sich zusätzlich verschuldet. Das führt natürlich zu einer Zinserhöhung, widerlegt aber nicht die Äquivalenz von Helikoptergeld und Offenmarktoperationen, die für gedanklich fixierte Staatsausgaben formuliert ist.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

P.S.: Meine Gleichung $B_d + B_{cb} = B_s + B_g$ beschreibt einen Kreditmarkt mit Nominalgrößen. Dies ist nicht dasselbe wie Ihre Realgleichung (26).

Lieber Herr Fels,

das Bondangebot der Eurozone ist im letzten Jahr nicht geschrumpft, sondern um satte **215 Mrd. Euro** gestiegen, dies ist die Nettoneuverschuldung der Eurozone laut Eurostat.

Sie haben völlig recht, daß das QE der EZB diesen Wert erheblich übersteigt. Insofern müßte man meine Marktgleichgewichtsbedingung aufspalten in einen Heliopterteil und eine darüber hinausgehende Komponente. Hier stimmen wir also überein.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

P.S.: In vielen politischen Fragen unterscheiden wir uns jedoch stark. Das gilt vor allem bei BREXIT. Er ist unwahrscheinlich, kommt er aber, würde ich ihn als ersten Schritt zur Beseitigung der EUdSSR feiern!

Lieber Herr Homburg,

es gibt hier gar keinen Dissens zwischen uns, vielleicht habe ich mich nicht klar genug ausgedrückt.

Nennen wir die Staatsschuldenquote (wie in meinem Aufsatz) g und die Kreditgeldquote (Anteil der zentralbankkredite am BIP) m , dann gilt folgendes:

1. Ersatz von Kreditgeld durch Helikoptergeld $\Rightarrow m$ sinkt, der Zins steigt (wegen des geringeren Kreditangebots). Das ist unabhängig davon, was mit dem Helikoptergeld gekauft bzw. ob es einfach verschenkt wird, solange die Schuldenquote g sich dadurch nicht ändert..
2. Helikoptergeldausgabe zusätzlich zum Kreditgeld, m und g bleiben unverändert $\Rightarrow$ keine Zinswirkung, da Helikoptergeld c.p. neutral ist, egal wie es in den Kreislauf kommt
3. Helikoptergeld wird (bei konstanter Kreditgeldquote m) zum Kauf von zusätzlich emittierten Staatsschulden verwendet, d.h. g steigt $\Rightarrow$ dann steigt sogar der Zins wegen des crowding-out-Effekts, denn die Kreditnachfrage (des Staates) nimmt zu, aber das Kreditangebot bleibt gleich.
4. Klassische monetäre Staatsfinanzierung, d.h. zusätzliche Staatsschulden werden durch zusätzliches Kreditgeld finanziert $\Rightarrow g$ und m steigen gleich stark, es gibt keinen Zinseffekt (sehr wohl aber Inflation).

Das sagen jedenfalls die Modellergebnisse, und es erscheint mir auch theoretisch plausibel, jedenfalls in langer Sicht. Für das Kurzfristige sind die Praktiker und unsere DSGE-Experten zuständig.

Beste Grüße

Ulrich van Suntum

Lieber Herr Homburg,

gut, da sind wir uns beim Helikoptergeld nähergekommen, aber wie steht's mit permanent (heli) versus temporär (QE)? Das sollte doch einen Unterschied machen.

Auf die Brexit-Debatte gehe ich jetzt nicht ein und konstatiere dass man das durchaus unterschiedlich sehen kann. Aber das Fass wollen wir jetzt (noch) nicht aufmachen.

Beste Grüße (und ich melde ich jetzt vorübergehend ab, weil es hier 2 Uhr morgens ist)

Ihr

Joachim Fels

Lieber Herr Fels,

Ihre Unterscheidung zwischen permanentem Helikoptergeld und temporärem QE ist analytisch richtig. Aber stimmt sie auch polit-ökonomisch, d. h. ist QE wirklich temporär?

Konkret gefragt: Würden Sie bejahen, daß die EZB bei einer angenommenen Rückkehr der Inflation QE revoziert, die Zinsen auf 2012-Niveau steigen und Latein-Europa in Insolvenz gehen läßt?

Ich verneine die Frage und sehe es als Indiz, daß "Preisstabilität" in der Argumentation der EZB 2012 keinerlei Rolle spielte. Wie sehen Sie es?

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Fels, liebe Runde,

vielen Dank für diesen Vorschlag. Noch einige Bemerkungen - vor einigen Stunden geschrieben, aber erst jetzt abgesetzt.

On 23.06.2016 9:25, Stefan Homburg wrote:

Nach monetaristischer Arithmetik ist eine monetäre Staatsfinanzierung, also $B_{cb} = B_g$, bei der die Zentralbank die Staatsanleihen aufkauft, äquivalent zu Helikoptergeld.

Derartiges Helikoptergeld für Herrn Schäuble wirkt in der Praxis wohl anders als Helikoptergeld für die Bürger. Ich sehe bei Letzterem eigentlich nur Vorteile:

1. Die Leute können kaufen was Sie möchten. Die Nachfrage und damit die Produktion folgt den Präferenzen der Konsumenten.
2. Die Investitionsnachfrage folgt der Güternachfrage. (Die Investitionssteuerung durch die Zinsen wirkt offenbar nicht hinreichend was aber in vielen Theorien einfach unterstellt wird. Diese Theorien sind insofern im Augenblick nicht relevant.) Es wird dann also dort investiert, wo Investitionen angebracht sind.
3. Die Staatsverschuldung wird nicht erhöht oder erleichtert. (Diesen Gesichtspunkt halte ich aus verschiedenen Gründen für nicht besonders relevant, aber viele haben ja eine andere Einschätzung.)
4. Die Zinsen können erhöht werden, was die negativen Struktureffekte mildert. (Finanzmarkturbulenzen, überproportionale Ausweitung zinsempfindlicher Wirtschaftssektoren und damit einhergehende Fehlallokationen.)
5. Damit der Staat auch etwas abbekommt könnte man das Helikoptergeld der Einkommenssteuer unterwerfen oder einen entsprechenden Teil an die Staashaushalte verteilen.

Punkt 2 setzt voraus, dass zusätzliche Güternachfrage zu zusätzlicher Investitionsnachfrage führt. Dies steht im Widerspruch von einigen Äußerungen Herrn von Weizsäckers. Diese beruhen aber, soweit ich sehe, auf der Annahme, dass keine kapitalintensiveren Technologien zur Verfügung stehen. Eine Ausweitung der Güternachfrage kann aber auch bei bestehender Technologie zu weiteren Investitionen führen. Das würde ich für die Länder annehmen, die unter hoher Arbeitslosigkeit leiden (und bei denen die Staatsausgabenkürzungen nicht zu entsprechender Steigerung der Investitionsnachfrage sondern zu einem Investitionsrückgang geführt haben). In Ländern, die nahe der Vollbeschäftigung operieren und die nur geringe Möglichkeiten zur Ausweitung der Produktion haben, wie Deutschland, wird Lohninflation auftreten. Das ist erwünscht, um die Beschäftigung europaweit richtig zu steuern. Die Inflation kann bei hinreichend vorsichtigem Geldregen auf die Rate von 2% gebracht werden, was erwünscht ist.

Wo liege ich falsch?

Die These von der säkularen Stagnation - falls zutreffend - greift m.E. erst bei voll ausgelasteten Kapazitäten und allseitiger Vollbeschäftigung.

Mit freundlichen Grüßen

Ekkehart Schlicht

Lieber Herr Schlicht,

wenn die Regierung das erhaltene Zentralbankgeld in Form von Steuersenkungen oder Transfers an die Bürger durchreicht, ist die Äquivalenz offensichtlich. Herr Fels diskutieren Helikoptergeld abstrakt entlang der Unterscheidung von dauerhaft vs. temporär. Sie heben auf einen anderen Aspekt ab, nämlich "QE for people". Analytisch besteht kein Widerspruch.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

In meiner letzten Mail hatte ich geschrieben.

On 23.06.2016 14:27, Ekkehart Schlicht wrote:

Die These von der säkularen Stagnation - falls zutreffend - greift m.E. erst bei voll ausgelasteten Kapazitäten und allseitiger Vollbeschäftigung.

Das ist natürlich Unsinn. Es hätte heißen sollen:

"Die These von der säkularen Stagnation - falls zutreffend - greift m.E. erst bei voll ausgelasteten Kapazitäten und Vollbeschäftigungseinkommen."

Um die Stagnationsthese wirklich zu testen müssten wir mithin dafür sorgen, dass das Vollbeschäftigungseinkommen realisiert wird. Dann würden wir sehen.

Mit der Bitte um Nachsicht

Ekkehart Schlicht

Lieber Herr Homburg,

Sie und ich als Ökonomen mögen glauben/verstehen, dass QE permanent ist -- selbst die Fed hat ja noch keinen einzigen Bond verkauft und re-investiert die Coupons und die fällig werdenden Anleihen. Ob das aber die Leute, die wir gerne Wirtschaftssubjekte nennen, verstehen, bezweifle ich.

Dagegen ist Helikoptergeld fuer jeden leicht zu verstehen und im wahrsten Sinne des Wortes "greifbar". Ich wuerde deshalb eine groessere Wirkung auf die Erwartungen und das Ausgabeverhalten vermuten.

Und nochmal: wie Ihre eigenen Zahlen zeigen, gelangt bisher nur ein kleiner Teil der bisherigen Bondkaeufer der NCBs im Euroraum in der Wirtschaft in Form hoeherer Staatsdefizite. Beim Helikoptergeld waeren es 100%.

Was mich wundert, ist dass bisher noch kein Teilnehmer meiner Aussage zur wenig nuetzlichen Unabhaengigkeit der Notenbanken in meiner ersten Email gestern in Frage gestellt hat. Darf ich das

als stillschweigende Zustimmung der deutschen Oekonomenzunft werten oder ist der Gedanke fuer viele einfach zu absurd, um darauf einzugehen?

Beste Gruesse,
Joachim Fels

Lieber Herr Fels,

das ist eine interessante Diskussion. Freilich versteht jeder den Ausdruck "Helikoptergeld" anders. Man kann darunter monetäre Staatsfinanzierung à la QE verstehen, das wäre die analytische Variante.

Ihren letzten Zeilen entnehme ich, daß Sie eher "**QE for people**" meinen. Dabei finanziert die Notenbank nicht jene Staatsdefizite, die auf überhöhten Ausgaben oder zu geringen Steuern beruhen, sondern sie verschenkt Guthaben unmittelbar an Privathaushalte. Verstehe ich Sie hier richtig?

Wenn wir von Bargeld absehen, das den kleinen Teil von M1 ausmacht, würde die Notenbank dies bewerkstelligen, indem sie den Geschäftsbanken zusätzliche Reserven mit der Auflage einräumt, den Kunden entsprechende Guthaben gutzuschreiben. Bei z. B. 10.000,- Euro pro Einwohner würde sich die Bilanz der Bundesbank um 830 Mrd. Euro verlängern, wobei sie aktivisch einen "Ausgleichs-posten" hält. Die Bilanz der Geschäftsbanken würde sich analog verlängern, desgleichen die Bilanzen in den übrigen Staaten der Eurozone.

Wenn es nicht zu massiven Kapitalerhöhungen käme, die von den Banken ja geflissentlich gemieden werden, würde ich annehmen, daß die Banken der Eurozone die Basel-III-Leverage Ratio nicht mehr einhalten könnten. Sehen Sie darin ein Problem?

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

P.S.: Zur Unabhängigkeit der Notenbank sage ich nichts, weil mir diese Frage zu schwierig ist.

Lieber Herr Homburg,

Es gibt natuerlich viele Spielarten des Helikoptergeldes. Der Bernanke-Vorschlag (MFFP = money-financed fiscal policy; siehe den Link in meiner ersten Email) involviert die Regierung: Die Notenbank entscheidet unabhaengig, wieviel zusaetzliches Geld die Wirtschaft braucht, um das Inflationsziel und das Beschaeftigungsziel zu erreichen und schreibt diesen Betrag dem Konto gut, dass die Treasury bei der Fed unterhaelt. Dann entscheidet die Regierung/der Congress, wie das Geld unter die Leute gebracht wird – Steuersenkung, Schecks oder Amanzon-Gutschriften fuer jede Buergerin, Infrastrukturmassnahmen etc.

Das ist natuerlich ein wenig umstaendlich, aber immer noch direkter als die indirekte Finanzierung per QE, die die meisten Leute nicht verstehen. Deshalb, und weil es sich um eine permanente Ausweitung der geldmenge handelt, ist die Wirkung auf die Inflationserwartungen (die ja selbst jetzt bei 4.7% Arbeitslosenquote noch deutlich unter dem Ziel liegen) wahrscheinlich groesser.

Falls die Notenbank nicht mit der Regierung kooperieren kann/darf/will, koennte die EZB es so aehnlich machen wie Sie vorschlagen, mit einer kleinen Abwandlung:

Die EZB legt einen Ultra-Langfristtender (nennen wir ihn TULTRO fuer Targeted Ultra Long-term Tender Refinancing Operation) fuer die Banken auf mit unendlicher Laufzeit und einem Zins von Null, mit der Auflage, dass die Banken das Geld als Kredit mit unendlicher Laufzeit und zum Nullzins an die Kunden weiterreichen. Die Bilanz der Notenbank und der Geschaefsbanken verlaengern sich entsprechend.

Da die EZB ja auch der Regulierer der Banken ist, laesst sich da bei der Eigenkapitalunterlegung sicher etwas drehen. Da der Notenbankkredit an die Banken ja ein Perpetual ist, koennt man den vielleicht dem Eigenkapital zuschlagen (ich kenne mich da aber nicht so gut aus). Das wurde dann auch Herrn Hellwig freuen, dessen Forderung nach hoeheren Eigenkapitalquoten fuer die Banken ich voll unterstuetze.

Beste Gruesse,

Joachim Fels

24.6.16

Zu unserem Diskussionskreis Makroökonomie sind hinzugekommen Katrin Assenmacher von der Schweizerischen Nationalbank und Felix Bierbrauer von der Universität Köln. Ihnen schicke ich die den anderen schon bekannte Zusammenstellung der Diskussion zwischen 1. und 21. Juni.

Ich benutze diese Gelegenheit, um nach dem Brexit von gestern nochmal zurückzublicken zur Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts Anfang der Woche. Aus meiner Sicht – und ich erwarte hier Widerspruch von Hans Werner Sinn oder Stefan Homburg oder anderen – muss diese Entscheidung – nicht juristisch, wozu ich keine Kompetenz habe, wohl aber ökonomisch – vor dem Hintergrund gesehen werden, dass Deutschland den schwachen Euro braucht, um den massiven Exportüberschuss aufrecht zu erhalten, der ihm angesichts der staatlichen Schuldenbremse die einzige Möglichkeit bietet, das gesamtwirtschaftliche Prosperitätsgleichgewicht mit S(privat)>>I(privat) kompatibel zu halten. Der Euro kann aber nur schwach gehalten werden, wenn die schwachen Euro-Mitglieder dabei bleiben. Würden sie stolpern und gäbe es gemäß dem Begehren der Kläger keine implizite Stützgarantie seitens der EZB (OMT) und seitens Deutschlands, dann wäre die Brave New World des schwachen Euro zu ende, und mit ihr die deutsche Prosperität. Die Kläger, die namens Deutschlands handeln wollen, sägen somit an dem Ast, auf dem sie sitzen.

Ein „Nord-Euro“ der starken Mitglieder hätte gegen den Dollar ein ganz anderes Niveau. Man wäre in einer Situation ähnlich der der Schweiz. Die für die Prosperität erforderlichen Exportüberschüsse könnten nicht aufrecht erhalten werden. Die Schweiz kann inmitten eines schwachen Euro durch Devisenmarktinterventionen und negative Zinsen den Franken gerade so eben prosperitätskonform halten. Die USA schauen weg, weil die Schweizerische Nationalbank ja dadurch den Euro stärkt. Ähnliche Devisenmarktinterventionen einer EZB des starken „Nord-Euro“ würden die USA nicht dulden – mit den daraus folgenden wirtschaftsdiplomatischen Komplikationen. Denn der Euro-Raum – ob stark oder schwach – ist auf die Exporte in die USA und den Dollar-Raum angewiesen; Deutschland an der Spitze.

Aus meiner Sicht wäre der viel elegantere Weg, die Prosperität Deutschlands aufrecht zu erhalten, dass es durch Steuersenkungen Staatsdefizite generiert, dadurch weniger auf Exportüberschüsse angewiesen ist, die deutsche Nachfrage nach französischen und italienischen Produkten steigert und es damit den dortigen Regierungen leichter macht, die Staatsverschuldung ohne Nachfrageschrumpfung zu reduzieren. So hätte Deutschland die Risiken der Eventualverbindlichkeiten zur Rettung anderer Euro-Mitglieder reduziert, weil diese dann leichter auf eigenen Beinen stünden. Die vermehrte explizite Staatsverschuldung Deutschlands ersetzt quasi nur die implizite Staatsverschuldung dieser Eventualverbindlichkeiten, quasi ein Passivtausch in der Bilanz des deutschen Fiskus. Die summierte deutsche Staatsschuld (explizit + implizit) steigt möglicherweise gar nicht; dies, zumal man dann erwarten kann, dass die TARGET-Salden wesentlich kleiner sind als heute. Wenn Deutschland die Vergemeinschaftung der Staatsschulden verhindern bzw. zurückdrehen will, dann muss es seine enormen Leistungsbilanzüberschüsse massiv reduzieren.

Was ich hier vorschlage (und früher schon vorgeschlagen habe), entspricht im Grunde auch den Empfehlungen der OECD an die deutsche Adresse.

Nur kurz zum Brexit: Wenn er dazu führen sollte, dass man in Europa nochmal neu nachdenkt, wie man sich gemeinsam organisiert, dann hat er auch seine gute Seite. Und in diesem Zusammenhang sollte Deutschland auch Überlegungen wie die gerade hier vorgetragene anstellen. Denn natürlich ist die Europa-Verantwortung Deutschlands riesengroß. Zugleich wäre dies ein Weg zu mehr Subsidiarität: weg von der höchst intransparenten Fonds-Wirtschaft und der damit zusammenhängenden Schulden-Vergemeinschaftung.

Beste Grüße

Carl Christian von Weizsäcker

Lieber Herr von Weizsäcker,

Sie möchten Exportüberschüsse durch Niedrigbewertung des Euro erzielen. Aus meiner Sicht hat Deutschland das umgekehrte Problem: Wir exportieren viel und bauen dadurch eine enorme Nettoforderungsposition auf. Soweit die Forderungen z. B. in der Eurozone später nicht

eingelöst werden, wirkt das volkswirtschaftlich so, als würden wir die Güter ins Ausland verschenken. Eine starke eigene Währung könnte dem am besten begegnen.

Zum Brexit: Ich habe nicht daran geglaubt. Nun sehe ich die Chance, daß auch in anderen Staaten eine Austrittsdiskussion beginnt. Farage hatte Recht, wenn er sagte, dies sei ein Sieg der einfachen und anständigen Leute gewesen. Verlierer sind alle Arten von Lobbies, insbesondere Banken und links-grüne Ideologen, die sich in Brüssel tummeln und das Leben der schweigenden Mehrheit durch Bailouts und Ökodesign-Richtlinien beeinträchtigen.

Kann man sich eine Volksabstimmung auch in D vorstellen? Eher nicht, aber wenn sie käme, wäre die Mehrheit für einen Austritt wohl klarer, weil wir gleichzeitig mit der EUdSSR auch den Euro los würden. Die Wiedererlangung der Währungssouveränität und der Abschied von den europäischen "Werten", nämlich Hinterlist, Betrug und Faustrecht, gäben starke Argumente ab.

Ich bin auf die gängigen Gegenargumente gefaßt, insbesondere die Kriegsschuld und die Unmöglichkeit, als Einzelstaat ein "global player" zu sein. Zum letzteren meine ich, daß das kein Ziel für einfache Bürger sein kann und die Schweizer und Norweger sehr gut zurechtkommen. Deutschland war zweimal "global player", und das ist schlecht gelaufen.

Auch finanziell war heute ein hochinteressanter Tag, an dem man mit etwas Verstand locker ein Jahresgehalt verdienen konnte. Ich frage mich, warum der DAX mehr als doppelt so stark wie der FTSE verloren hat. Liegt es an mangelnder wirtschaftlicher Bildung der Deutschen? Oder hat das monatelange Trommelfeuer fast aller Leitmedien die Leute einfach mürbe gemacht?

Viele Grüße aus Hannover
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg,

ich wäre Ihnen dankbar, wenn Sie sich auf sachliche Argumente beschränken und Ihre zynischen Kommentare für sich behalten könnten.

Mit freundlichen Grüßen

Isabel Schnabel

Liebe Frau Schnabel,

geht es auch etwas analytischer? Stört Sie meine Argumentation zu den Exportüberschüssen? Oder glauben Sie, anders als ich, die deutsche Bevölkerung würde einen DEXIT ablehnen, wenn man sie

erstmals fragte?

Oder haben Sie sich über meine Bemerkung zu den Investitionschancen geärgert? Ich habe heute sehr viel gekauft und bin zuversichtlich, daß die Kurse wieder anziehen werden, nachdem alle einmal nüchtern überlegt haben, welche ökonomischen Wirkungen der Brexit hat. Ich fühlte mich heute morgen an 1987 erinnert, als ich (mit Assistentengehalt!) gegen den "Black Monday" gehalten habe. 2008/09 habe ich ebenfalls viel gekauft und mich darüber mit Bert Rürup, dem damaligen Vorsitzenden des Sachverständigenrats, öffentlich ausgetauscht. Das alles ist nicht zynisch gemeint, sondern meine Analyse der Lage. Wenn Sie eine andere haben, nur zu!

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr von Weizsäcker,

es tut mir leid, wenn mein Beitrag einige Teilnehmer gestört hat, schließlich ist das "Ihr" Email-Thread, den ich Ihnen nicht zerschießen will. Ich stehe aber insbesondere zu der Aussage, daß die EU Rechtsstaatlichkeit durch Faustrecht ersetzt hat.

Daher können Sie, wenn Sie dies möchten, statt dessen auch mich aus dem Verteiler streichen. Mein Vorschlag an Sie als Initiator wäre demnach, einen neuen Verteiler zu kreieren, so oder so.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg,

zynisch ist aus meiner Sicht Ihre schon zum zweiten mal geäußerte EU - UdSSR Anspielung. Ich verstehe, dass Verbot von Glühlampen hat Sie hart getroffen, nicht zu vergleichen mit dem Mord an Millionen.

Ihre Äußerungen zum DAX vs. FTSE sind nicht zynisch -- nur falsch. Oder hatten die Briten jetzt doch heimlich den Euro eingeführt?

Grüße

Christian Bayer

Lieber Herr Homburg,

On 24.06.2016 19:03, Stefan Homburg wrote:

Lieber Herr von Weizsäcker,

Sie möchten Exportüberschüsse durch Niedrigbewertung des Euro erzielen.

Das ist doch das Gegenteil von dem was ich in dem Kommentar von CCvW entnommen habe!

Aus meiner Sicht hat Deutschland das umgekehrte Problem:

Wir exportieren viel und bauen dadurch eine enorme Nettoforderungsposition auf. Soweit die Forderungen z. B. in der Eurozone später nicht eingelöst werden, wirkt das volkswirtschaftlich so, als würden wir die Güter ins Ausland verschenken. Eine starke eigene Währung könnte dem am besten begegnen.

Da stimme ich zu! Und dazu brauchen wir höhere Kosten um den Exportüberschuß abzubauen, statt unsere Exporte im Endeffekt zu verschenken.

Zum Brexit: Ich habe nicht daran geglaubt. Nun sehe ich die Chance, daß auch in anderen Staaten eine Austrittsdiskussion beginnt. Farage hatte Recht, wenn er sagte, dies sei ein Sieg der einfachen und anständigen Leute gewesen.

Na ja, das ist ja m.E. reine Polemik, wie bei Farrage. Ihr Engagement für die "einfachen Leute" überrascht mich,

Verlierer sind alle Arten von Lobbies, insbesondere Banken und links-grüne Ideologen, die sich in Brüssel tummeln und das Leben der schweigenden Mehrheit durch Bailouts und Ökodesign-Richtlinien beeinträchtigen.

Bei den Banken stimme ich zu, bei global warming sehe ich das anders. Übrigens: sehen Sie global warming als Problem? (Hat nichts mit Ökonomie zu tun, aber eine Aversion für Ökodesign auch nicht.)

Kann man sich eine Volksabstimmung auch in D vorstellen? Eher nicht, aber wenn sie käme, wäre die Mehrheit für einen Austritt wohl klarer, weil wir gleichzeitig mit der EUdSSR auch den Euro los würden.

Man sollte wirklich darüber abstimmen. Ich denke dass der Euro sehr populär ist, mehr sogar als die EU, Das war wohl sogar bei den Griechen der Fall, entgegen derem eigenen Interesse. Aber letztlich ist das keine Frage zu der Ökonomen substantielle Beiträge leisten können.

Die Wiedererlangung der Währungssouveränität und der Abschied von den europäischen "Werten", nämlich Hinterlist, Betrug und Faustrecht, gäben starke Argumente ab.

In aller Freundschaft: Das ist nun wirklich deplaziert!

Ich bin auf die gängigen Gegenargumente gefaßt, insbesondere die Kriegsschuld

Wieso? Wer sagt das? Was hat das mit Brexit zu tun? Vielleicht so viel die EM?

und die Unmöglichkeit, als Einzelstaat ein "global player" zu sein. Zum letzteren meine ich, daß das kein Ziel für einfache Bürger sein kann und die Schweizer und Norweger sehr gut zurechtkommen. Deutschland war zweimal "global player", und das ist schlecht gelaufen.

Eben. Als Einzelstaat.

Freundliche Grüße

Ihr Ekkehart Schlicht

Lieber Herr Bayer,

Am 24.06.2016 um 20:37 schrieb Christian Bayer:

Lieber Herr Homburg,

zynisch ist aus meiner Sicht Ihre schon zum zweiten mal geäußelter EU - UdSSR Anspielung. Ich verstehe, dass Verbot von Glühlampen hat Sie hart getroffen, nicht zu vergleichen mit dem Mord an Millionen.

Ob Glühlampen, Staubsauger oder Duschköpfe: Die volkswirtschaftliche Idee war doch, daß sich der Co2-Ausstoß durch die allein Zertifikate regulieren läßt. Zusätzliche mikroökonomische Regulierungen behindern Innovation und Wachstum.

Ihre Äußerungen zum DAX vs. FTSE sind nicht zynisch -- nur falsch. Oder hatten die Briten jetzt doch heimlich den Euro eingeführt?

Dies ist für mich von großer Bedeutung, weil ich einige Mio. für mich und Mandanten verwalte: Halten Sie dagegen? Wird Ihre Ansicht nach der DAX sich nicht erholen? Meines Erachtens fällt GB auf EWR-Status zurück, im äußersten Fall auf WTO-Status. Ich sehe da kein Problem, daß der DAX zurückkommt, wenn die Marktteilnehmer erst einmal nachgedacht haben.

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

25.6.16

Lieber Herr Homburg,

obwohl ich ja wie Sie wissen meist ganz anderer Meinung bin als Sie, habe Ihre früheren Beiträge immer als Bereicherung und wichtige Denkanstöße gesehen. Diesmal geht es mir allerdings so wie den anderen Teilnehmern, die sich bereits geäußert haben.

Ich schlage vor, wir beschränken uns alle weiter auf ökonomische Diskussionen und lassen die Politik und die Aktienkursprognosen außen vor. Was Dax versus FTSE Performance am Freitag angeht, liegt das wohl vor allem an der scharfen Abwertung des Pfundes gegen Dollar und Euro. Ich bitte aber, das nicht als Prognose über die zukünftige Entwicklung zu werten.

Wenn wir uns auf die Ökonomie beschränken, dann bleiben hoffentlich alle Teilnehmer dabei, auch Herr Braunberger!

Joachim Fels

joachim@felsnet.de

+1 (949) 423-9371

Lieber Herr Fels,

ok, also reine Ökonomie. Ich komme auf Ihren Beitrag zu Bernanke zurück, den ich aufgrund des neuen Verteilers hier hereinkopiert habe.

Bernankes Vorschlag eines MFFP (money finances fiscal program) unterscheidet sich nicht von dem, was Treasury und Fed in den letzten Jahren gemacht haben, nämlich Budgetdefizite in Kombination mit QE. In einem Makro-Kapitalmarkt $Bd + Bcb = Bs + Bg$ erhöhen die Defizite die Staatsschuld rechts, während QE die Bondnachfrage der Zentralbank links erhöht. Ich hatte gedacht, Sie meinten radikalere Ideen, wie diese:

<http://www.voxeu.org/article/combating-eurozone-deflation-qe-people>

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Fels,

zu Ihren Punkten:

Lieber Herr Homburg,

zum Teil hatten wir das schon diskutiert. Deshalb nur kurz:

1. Der Unterschied zwischen QE + Fiskalexpansion und MFFP ist, dass

- a. QE eine temporäre Expansion der Geldbasis ist, während MFFP permanent ist. In der Praxis kann QE natürlich auch perpetuiert werden, aber bei Ankuendigung wuerde ich bei MFFP einen staerkeren Effekt auf die Erwartungen und das Ausgabeverhalten erwarten.

Im Prinzip kann man beide Maßnahmen temporär oder permanent ausgestalten. Das psychologische Argument würde ich nicht unterschreiben: Die normalen Leute verstehen ohnehin nicht, was da vor sich geht. Bedenkt man, welche Debatten und Leitartikel MFFP auslösen würde, kann der wichtigste psychologische Effekt eigentlich nur eine Verunsicherung sein. Dies ist bei QE natürlich genau so.

- b. QE verzerrt die Preise von Finanzaktiva ueber den (erwuenschten) Portfolio-Rebalancing Effekt. Das gilt natuerlich nicht, wenn der Staat ebenso viele neue Anleihen ausgibt wie die Notenbank ankauft, aber wir hatten ja bereits festgestellt, dass das nicht der Fall war – nur ein Teil des QE ist vom Staat in Form hoeherer Verschuldung weitergereicht worden. MFFP umgeht die Finanzmaerkte und verzerrt deshalb nicht die Relativpreise von Finanzaktiva. Auch die mit QE einhergehenden Verteilungseffekte entfallen.

Das ist doch kein prinzipieller Punkt. Wenn Regierung und Zentralbank Bcb = Bg wählen, werden die Märkte nicht beeinträchtigt. Sie haben Recht, daß in der Eurozone in diesem Jahr Bcb stärker steigt als die Staatsschuld Bg. Aber dann bräuchte man doch nur, in Ihrer Logik, Bg stärker oder Bcb eben weniger stark zu erhöhen. Mir erscheint das viel einfacher als ein neues Instrument.

2. Es gibt natuerlich noch andere Spielarten von QE, z.B die folgende von mir in einer frueheren Mail erwaehte: Die EZB legt einen Ultra-Langfristender (nennen wir ihn TULTRO fuer Targeted Ultra Long-term Tender Refinancing Operation) fuer die Banken auf mit unendlicher Laufzeit und einem Zins von Null, mit der Auflage, dass die Banken das Geld als Kredit mit unendlicher Laufzeit und zum Nullzins an die Kunden weiterreichen. Die Bilanz der Notenbank und der Geschaefsbanken verlaengern sich entsprechend.

3. Oder eben „QE for the people (QEP)“ – die Variante von John Muellbauer in dem Link, den sie geschickt haben. Da umgeht man dann nicht nur die Regierungen sondern auch die Banken (bzw. man braucht keinen Bilanzausweitung bei den Banken. Dies ist in der tat die radikalste, aber in gewisser Weise auch einfachste und direkteste Art, das geld unter die Leute zu bringen.

Nochmal: mein Argument lautet, dass Helikoptergeld– ob MFFP, TULTRO, oder QEP – den bisherigen Formen der geldpolitischen Verrenkungen (QE, Negativzinsen) vorzuziehen sind, da sich so die Inflationserwartungen und das Ausgabeverhalten sehr viel direkter beeinflussen lassen. Wuerden Sie dieser These zustimmen?

Das würde ich aus den obige Gründen nicht tun. Ich würde auch keine neuen Instrumente einführen, die in der Theorie zu den etablierten äquivalent sind, in der Praxis dann aber oft neue Schwierigkeiten schaffen.

Ob zusaetzlicher Stimulus noetig und angemessen ist, ist natuerlich eine andere Frage. Aber das ist ja eine Diskussion die Sie, CCvW und andere hier bereits gefuehrt haben.

Stimmt. Wäre ich Ihr Berater, würde ich Ihnen zusammenfassend empfehlen, die Defizite der Eurostaaten, die letztes Jahr "nur" bei rund 230 Mrd. Euro lagen, auf jene rund 900 Mrd. Euro heraufzusetzen, die die EZB in diesem Jahr aufkauft.

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg,

auf Ihre E-Mail von gestern haben einige Teilnehmer dieses Kreises gebeten, dass Sie sich auf Themen und Aussagen beschränken, bei denen wir als Ökonomen etwas Sachverstand einbringen können. Ich teile die kritische Reaktion zu Stil und Inhalt, möchte aber nicht unerwähnt lassen, dass Sie bei etlichen Fakten falsch liegen. Für jemanden, der mit der Autorität des Wissenschaftlers spricht, ist das fatal.

Beispiele:

In Berlin und Brüssel pfeifen die Spatzen von den Dächern, dass die Glühbirnenverordnung von Berlin aus angestoßen wurde, als Folge des Vorsprechens von Herstellern alternativer Glühbirnen bei der Bundesregierung.

In Sachen Bankenregulierung kam die wirkungsvollste Lobby aus Deutschland. Dass Basel III so schwach ausgefallen ist, wie es das ist, ist nicht zuletzt dem Verhandlungsgeschick des Herrn Zeitler (bzw. dem politischen Gewicht Deutschlands) zu verdanken, der als zuständiges Vorstandsmitglied der Deutschen Bundesbank (vorher LZB Bayer, davor Staatskanzlei Bayern) die deutschen Interessen vertrat. Und dazu gehörte es, zu verhindern, dass eine deutliche und echte Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen für Banken die Ländern und Kommunen zwingen würde, zusätzliches Eigenkapital in ihre Landesbanken und Sparkassen zu stecken und den Aufwand im Haushalt offenzulegen. Herr Zeitler argumentierte, die öffentlichen Banken seien in Sachen Eigenkapital benachteiligt, denn sie könnten sich das Kapital nicht einfach auf dem Markt beschaffen. Als Kompromiss wurde vereinbart, dass Banken, die nicht als Aktiengesellschaften organisiert sind, auch stille Einlagen als Eigenkapitaläquivalent verwenden können. Im Zuge der legislativen Umsetzung in Brüssel argumentierte Herr Zeitler dann, es sei eine unerhörte Diskriminierung, dass das Instrument der stillen Einlage nicht auch für Aktiengesellschaften zugelassen werde. Und so erreichte er, dass die Eigenkapitalverordnung in diesem Punkt hinter Basel III zurückbleibt. Für diesen Preis hatte Deutschland sich die Zustimmung dafür abhandeln lassen, dass es eine Verordnung und nicht wie 2006 eine Richtlinie zur Eigenkapitalregulierung geben würde.

Sie haben das Wort "Hinterlist" gebraucht. Aus der Sicht anderer Mitgliedstaaten der EU war das Verhalten Deutschlands (und Frankreichs - dort beim Umgang mit Minderheitsbeteiligungen in Versicherungsgesellschaften) - nicht nur hinterhältig, sondern auch unanständig, denn beide Länder sorgten dafür, dass ein Kompromiss, zu dem man sich in Basel verpflichtet hatte, verwässert wurde. Der deutsche Anteil daran bediente die Interessen einer der mächtigsten Lobbys die wir haben, der öffentlichen Banken und ihrer Eigner.

Diese Lobby hatte schon 2005 eine maßgebliche Rolle bei der Verabschiedung des Pfandbriefgesetzes gewesen, das den Zugang zu diesem Markt deutlich erleichterte und mit zur Expansion der Kapazitäten und Intensivierung des Wettbewerbs führte, mit der Folge, dass die Pfandbriefinstitute in diesem Markt nur überleben konnten, wenn sie extreme Fristentransformation betrieben. Bei HRE, die kein eigenes Einlagengeschäft hatte, bedeutete das, dass sie die Überdeckung über den Geldmarkt finanzierte - mit den bekannten Folgen im September 2008 - Kosten für den Steuerzahler voraussichtlich 15 - 20 Mrd. €. Commerzbank mit Eurohypo und West LB mit Westimmo waren auch im Geschäft und waren dann 2008/09 auch Klienten des Bundes und belasteten den Steuerzahler. (In Parenthese: Als Mitglied der Expertenkommission für die Entwicklung von Strategien für den Ausstieg des Bundes aus den krisenbedingten Bankenbeteiligungen konnte ich im Detail sehen, dass stille Einlagen kein echtes Eigenkapital sind und die Handlungsfähigkeit eines Unternehmens extrem einschränken können.)

Ein Gegengewicht gegen die Verbindung von Lobbyismus und Industriepolitik im Banksektor kam nur aus Brüssel. Ohne die Beihilfekontrolle der Kommission gäbe es West LB und Eurohypo wahrscheinlich immer noch, und wären Hamburg und Schleswig-Holstein nicht gezwungen, endlich ihre maroden Schiffskreditportefeuilles zu bereinigen.

Das hier beschriebene Muster ist für die gesamte Binnenmarktregulierung typisch. Die Liberalisierungen bei Telekom, Post und Energie wären ohne Brüssel nicht gekommen. Dass die Abteilung, die bei der Telekom schamhaft "Regulierungsfragen und Ordnungspolitik" hieß, bei E.ON und Deutsche Post den schönen Namen "Regulierungsmanagement" hatte (hat?), spricht für sich. In einem Fall weigerte die Deutsche Post sich, einen bestimmten Markt für Wettbewerber zu öffnen, obwohl die Richtlinie das verlangte. Die Regulierungsbehörde stützte das (auf Anweisung des Ministeriums), als die Kommission mit einer Klage drohte, hieß es aus dem Ministerium zuerst, sollen sie klagen, dann, nein, wir fügen uns, dann nach zwei Monaten wieder, sollen sie klagen. Die zwischenzeitliche Änderung war erfolgt, weil die Referatsleiterin neu war und noch nicht wusste, dass jede Presseerklärung, die die Post betraf, zuerst von der Deutsche Post AG abgesegnet werden musste. Der Vorgang insgesamt kam dann zu einem überraschend schnellen Abschluss, weil das Bundeskartellamt in unmittelbarer Anwendung europäischen Rechts das Verhalten der Deutschen Post als Verdrängungsmissbrauch ahndete, eine Aktion, die durch die kurz zuvor erfolgte Verabschiedung der Verordnung 1/2003 möglich geworden war.

Ich sehe natürlich, dass die Lobbys auch in Brüssel arbeiten (z.B. die niederländische Transportlobby). Die Lobbys sind dort aber noch längst nicht so umfassend wirksam wie auf nationaler, regionaler und kommunaler Ebene. Per Saldo ist Brüssel in den vergangenen Jahrzehnten in vielen Bereichen eine Kraft gegen Lobbyismus und Regulierung und für den Wettbewerb gewesen, teils aus Idealismus, teils aus Rivalität zu den nationalen Instanzen.

Ich weiß, dass mikroökonomische Vorgänge Sie nicht interessieren. Wenn Sie aber über Lobbyismus reden, kommen Sie nicht umhin, sich auch damit zu befassen, zumal dort die Lobbys besonders aktiv sind.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Lieber Herr Hellwig,

Sie bringen mich da in eine schwierige Lage. Gern würde ich Ihre Punkte - zu denen ich mich übrigens nie geäußert hatte - Stück für Stück durchgehen. Andererseits ist dies eine Diskussion über Niedrigzinsen, die ich Herrn von Weizsäcker nicht kaputtmachen will. Deshalb sage ich dazu nichts.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Liebe Kolleg(in)en,

ich erlaube mir den Hinweis, dass am Montag abend zwei der Teilnehmer an dieser e-mail-Diskussion bei Phoenix direkt miteinander diskutieren werden. Dabei wird sicher auch die Niedrigzins-Politik der EZB ein Thema sein. Hier die Ankündigung des Senders:.

phoenix Unter den Linden: Neustart oder Zerfall - Was wird aus Europa? - Montag, 27. Juni 2016, 22.15 Uhr

Per Volksentscheid zum Brexit hat sich erstmalig ein Land zum Austritt aus der Europäischen Union entschlossen. Damit ist eine historische Zäsur vollzogen - mit bisher unbekannten Auswirkungen. Welche Folgen hat dieser Schritt für den Kontinent - politisch, ökonomisch, sicherheitsstrategisch? Und wie weit her ist es noch mit der vielbeschworenen Wertegemeinschaft in der EU? Erodiert jetzt das Projekt Europa?

Diese und weitere Fragen diskutiert Alfred Schier mit seinen Gästen Prof. Bernd Lucke, MdEP, Allianz für Fortschritt und Aufbruch (ALFA), und Prof. Marcel Fratzscher, Leiter Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung.

Beste Grüße aus Nordkirchen

Ulrich van Suntum

Liebe Diskussionsrunde – folgende Änderungen bei den Mitgliedern hat es gegeben: Gerald Braunberger und Peter Bofinger sind auf eigenen Wunsch ausgeschieden. Hinzu gekommen sind Kai Carstensen von der Universität Kiel und Elga Bartsch, Chefvolkswirtin von Morgan Stanley in London. Den neuen Mitgliedern sende ich anhängend ein PDF, das die Diskussion vom 1. Juni bis zum 21. Juni enthält.

Beste Grüße

Ihr

Carl Christian von Weizsäcker

27.6.16

Lieber Herr von Weizsäcker,

Liebe Kolleginnen und Kollegen,

vielen Dank, dass ich dabei sein darf. Ich freue mich sehr auf spannende Diskussionen und neue Einsichten.

Ich habe mal schnell die Diskussion der vergangenen Wochen angeschaut und bin (logischerweise 😊) an der Phillipskurvenschätzung von Herrn Homburg hängen geblieben. Etwas provokativ vorweg: Schätzungen „einfach auf die Schnelle“ sind fast immer falsch – genau wie Rüdigers eyeball econometrics. Für eine saubere Schätzung muss man sich schon ein paar Gedanken machen. Hier nur eine kleine Auswahl (über Probleme wie Endogenität und Messung der Gap wurde ja schon diskutiert):

- Als erstes fällt auf, dass die Michigan expectations 12-month-ahead expectations sind (falls das die Reihe ist, die Sie, Herr Homburg, verwendet haben). Wenn auf der linken Seite der Gleichung die erste Differenz des log CPI steht, wie aus der Diskussion hervorgeht, passen die Volatilitäten nicht gut zusammen. Das spricht dafür, zumindest für die Robustheitsanalyse auch links die Inflation gegenüber dem Vorjahr zu nehmen.
- Zweitens ist nicht zu vermuten, dass die Störgröße homoskedastisches weißes Rauschen ist (ganz bestimmt nicht, wenn links die y-on-y Inflation steht). Dann sind einfache Standardfehler verzerrt. Als Ausweg bieten sich HAC-Standardfehler an mit allen Problemen, die sich daraus ergeben.
- Drittens wäre der Schätzzeitraum zu thematisieren: Waren der Inflationsprozess und damit die Parameter der Gleichung zeitinvariant über die vergangenen 50 Jahre trotz aller geldpolitischen Änderungen?
- Viertens frage ich mich, warum die Konstante auf Null restringiert wurde?

Wenn ich die Schätzung mit Quartalsdaten ab 1978 (frühere Michigan-Daten habe ich nicht) nachvollziehe, bekomme ich ziemlich gemischte Ergebnisse:

- Steht links die q-on-q Inflationsrate, sind die HP-Gap und die Inflationserwartungen tatsächlich signifikant von Null verschieden. Das R^2 ist 0.72. Insofern lässt sich das Resultat von Herrn Homburg replizieren.
- Schließe ich nun die HP-Gap aus, sinkt das R^2 auf 0.71. Das deutet nicht darauf hin, dass die Outputgap eine quantitativ bedeutsame Rolle im Inflationsprozess spielt.
- Startet man die Analyse nach Ende der Volcker-Disinflation 1985, wird die HP-Gap insignifikant. Jetzt kann man streiten, ob sich der Inflationsprozess geändert hat oder einfach

zu wenige einflussreiche Beobachtungen für die Gap vorliegen – Robustheit sieht auf jeden Fall anders aus.

- Steht links die y-on-y Inflationsrate, steigt das R^2 auf 0.85. Das ist zu erwarten, weil das „Quartalsrauschen“ reduziert wird. Dafür wird die Outputgap nun insignifikant. Offenbar ist sie nur relevant, um ganz kurzfristige Blips in der Inflationsrate zu erklären (was ja immerhin schon was ist). Die wesentliche Inflationsentwicklung wird aber durch die (endogenen) Inflationserwartungen erklärt (kausal ist das so Gemessene natürlich nicht).

Fazit, es ist extrem schwierig, die Phillipskurve robust zu schätzen und eine quantitativ bedeutsame Rolle der Outputgap zu finden. Noch viel schwieriger dürfte es sein, die in der Politikanalyse verwendete Kausalrichtung Gap -> Inflation sauber zu quantifizieren.

Herzliche Grüße

Kai Carstensen

Lieber Herr Carstensen,

vielen Dank für Ihre profunde Email, mit der Sie sich bestens in diesen Kreis eingeführt haben. Wenn ich damals geahnt hätte, was ich mit einer kleinen Nebenbemerkung gegenüber Carl-Christian von Weizsäcker anrichte ...

Zur Theorie: Früher hat man in der allgemeinen Gleichgewichtstheorie die Preisdynamik durch $dP/dt = f(E(P))$ beschrieben, wobei E das Vektorfeld der Überschußnachfragen ist und P der Preisvektor. Das führte auf die bekannten Stabilitätsbedingungen wie quasi-dominante Hauptdiagonale etc.

Meiner Ansicht nach beruht die Preisdynamik eines Marktes stets auf der Überschußnachfrage dieses Marktes. Wenn Anbieter (die meist Preissetzer sind), ihr Zeug nicht loswerden, senken sie die Preise, im umgekehrten Fall erhöhen sie sie. David Romer drückt das auf S. 261 seines "Advanced Macroeconomics" durch $P_t = P_{t-1} + \lambda Y_{gap}$ aus. Diese Phillipskurve, die nichts mit Arbeitslosigkeit zu tun hat, ist also Standardlehrstoff.

Ich kenne auch die Gegenansicht von Leuten wie Cochrane. Hiernach wird das Güterpreisniveau nicht durch Millionen Akteure auf Gütermärkten bestimmt, die ständig Preise für Autos, Döner und Oberhemden ändern, die dann zum Preisniveau aggregiert werden. Vielmehr hängen die Güterpreise von Erwartungen der Finanzmarktmarktteilnehmer ab. Ich halte das für eine Verirrung der makroökonomischen Theorie und für absolut realitätsfern. Eine Erklärung möglicher Anpassungsmechanismen bietet diese Theorie nicht.

Nun zur Empirie: Ich habe ebenfalls in den letzten Tagen einiges ausprobiert, dabei aber den GDP-Deflator und q-o-q-forecasts des survey of professional forecasters verwendet. Im Ergebnis komme ich zu ähnlichen Ergebnissen wie Sie: Bei Einschluß der 1970er und 1980er Jahre erhält man gute Ergebnisse,

während der Great Moderation schlechte und für die Große Rezession wiederum gute.

Meine Erklärung wäre die folgende, und mich würde interessieren, ob sie dem zustimmen: Das gemessene Outputgap bildet die Differenz $Y_d - Y_s$ unzureichend ab. Insbesondere haben freiwillige Minderungen des Güterangebots (z. B. nach einem Lohnschock) keine eindeutige Wirkung auf das Outputgap.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Danke, Kai.

Hinzukommt dass – auf Nachfrage bei Kai – das R^2 der anderen partiellen Regression also ohne Erwartungen und nur output gap unter 10 Prozent ist.

Damit ist die Inflation ein near-random walk und die slack-Theorie der Inflation widerlegt, etwas was man aber dennoch, lieber Kai, mit eyeball econometrics (bei allen Gefahren, die diese sonst natuerlich birgt) herausfinden konnte.

Herzliche Gruesse

RB

Lieber Herr Bachmann,

jetzt schocken Sie mich aber (wozu es einiges braucht): Die Inflationsrate als "random walk"?

Exogene Größen werden oft als random walk modelliert. Aber die Inflation als **wichtigste endogene** Variable der monetären Makrotheorie? Das wäre doch eine Kapitulation. Irgendwie muß ich Sie hier mißverstehen.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Ja, genau – das ist was Hall mit near-exogeneity meint. We have no clue what determines inflation.

RB

Lieber Herr Homburg, lieber Rüdiger,

vielleicht hilft meine Antwort ein wenig, die Standpunkte zu versöhnen.

Ich denke nicht, dass wir mit einer einfachen Regression wie meiner die slack-Theorie der Inflation widerlegt haben. Wir finden sie nur nicht ohne weiteres in den Daten. Dafür kann es auch andere Gründe geben:

- Die Geldpolitik stabilisiert die Inflationsrate mittlerweile (unter Ausnutzung der Phillipskurve) so gut, dass der Zusammenhang statistisch nicht mehr nachweisbar ist. Im Extremfall wäre die Inflationsrate eine Konstante von 2 Prozent. Egal, worauf ich sie dann regressiere – ich finde nichts. Damit vereinbar wäre die These, dass die Great Moderation auf good policy basiert und in dieser Zeit daher nichts zu messen ist. Erst in der Great Recession gab es wieder eine interessante Episode, die hilft, die Phillipskurvenparameter zu identifizieren. Empirisch finde ich für letzteres allerdings eher schwache Belege. Und ich vermute, das wird noch dürrtiger, wenn man für den Ölpreis kontrolliert (ob man das machen sollte, ist allerdings eine neue Diskussion).
- Die relevante Output gap kann nicht vernünftig gemessen werden. Die Frage ist nur, was das bedeutet. Natürlich gibt es immer eine output gap, die zur Phillipskurve passt, indem ich sie aus dem postulierten Zusammenhang ableite. Aber dann habe ich keine falsifizierbare Theorie mehr, und für die Praxis (Prognose, Echtzeit-Politikberatung) taugt sie auch nicht.

Ich kann aus der eigenen Erfahrung als Konjunkturheini berichten, dass wir alle SEHR GERNE eine funktionierende, praxistaugliche Phillipskurve hätten, dann könnten wir wenigstens – bedingt auf den Nowcast der Output gap – konsistente Inflationsprognosen erstellen. Nur leider verstehen wir offenbar schon ex post viel zu wenig vom Inflationsprozess...

Beste Grüße

Kai Carstensen

Volle Zustimmung Kai. Mein eyeballing (eigentlich das Bob Hall's) bezog sich sowieso nur auf die Zeit um die Grosse Rezession und vor allem auf unmittelbar danach. Fuer diese Zeit wuerde ich Moeglichkeit 1) nahezu ausschliessen, fuer vorher koennte das ein Teil der Erklaerung sein.

RB

Auf den zwischen Herrn Carstensen und mir diskutierten Zusammenhang zwischen Inflation und Outputgap geht Hall (2011) mit keiner einzigen Silbe ein. Er betrachtet Inflation und Arbeitslosigkeit. Hier muß natürlich kein Zusammenhang bestehen, weil ausgeglichene Gütermärkte längerfristig auch bei hoher Arbeitslosigkeit vorstellbar sind.

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

10.7.16

Lieber Herr von Weizsäcker,

heute ist ein sehr interessanter Artikel von Thomas Mayer erschienen, der die Wirkung der Niedrigzinsphase auf den Bankensektor beschreibt:

<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/mayers-weltwirtschaft/mayers-weltwirtschaft-die-naechste-bankenkrise-14332670.html>

Viele Grüße aus Hannover
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg,

na ja, wenn man per Austerität das Wachstum abwürgt ist die Zunahme schlechter Kredite zu erwarten, und über schlechtes Wachstum muss man sich dann auch nicht wundern. Dass die Zinsen bei unzureichender Endnachfrage nicht zu hinreichenden Investitionen führen zeigt nur, dass die Politik von Austerität + Niedrigzinsen gescheitert ist. Da bin ich ausnahmsweise mit Herrn Mayer einig. Implizit wird aber wohl nahe gelegt dass höhere Zinsen besser wären. Bei höherer Staatsverschuldung wäre das möglich, wie hier schon verschiedentlich bemerkt worden ist, und ich würde nicht unbedingt widersprechen. Ansonsten würden Wald- und Wiesenökonomien wie ich wohl eher erwarten, dass Zinserhöhungen die Investitionen und das Wachstum weiter schwächen würden - und mehr Kredite würden faul. Herr Mayer äußert sich leider dazu nicht.

Übrigens steht eine sachliche Antwort Ihrerseits auf Herrn von Weizsäckers Ausführungen vom 24.6. noch aus. Meines Erachtens kann man sich dem Argument nicht entziehen, ziemlich unabhängig davon, ob man der These zur säkularen Stagnation zustimmt oder nicht. Ihre Entgegnung, dass Deutschland außerhalb der Euro-Zone Vollbeschäftigung bei Austerität realisieren würde ist eine Vermutung die ich nicht teilen kann. Sie setzt voraus, dass niedrige Zinsen zu zusätzlicher Investitionsnachfrage führen, was eben nicht der Fall ist, schon seit Jahren. Auf jeden Fall ist dies m.E. eine bloße Vermutung.

Mit freundlichen Grüßen

Ekkehart Schlicht

Lieber Herr Homburg,

ich bin Herrn Mayer sehr dankbar, dass er das Thema auf Ihren Radarschirm gebracht hat. Meine eigenen Ausführungen Ende Mai, oder auch schon vor anderthalb Jahren in der FAS (siehe Anlage) und in dem Papier "Financial Stability and Monetary Policy", das ich vor einiger Zeit versandte, haben das ja nicht geschafft. Zu viel Mikro, was man für Makro ja nicht braucht.

Die Frage ist natürlich, wie man die Bankensysteme überhaupt nachhaltig sanieren kann. Die Greenspan-Strategie - kurze Zinsen herunter, lange Zinsen oben lassen - dürfte insofern nicht funktionieren. als auch bei einer Verabschiedung der Zentralbank vom langen Ende des Marktes derzeit keine erhebliche Zinssteigerung zu erwarten ist; Herr von Weizsäcker würde sagen, natürlich nicht, denn die Zinsbaisse hat andere Gründe. (Davon abgesehen: lief die Greenspan-Strategie nicht auf eine enorme Subventionierung der Banken hinaus? Wenn die Zentralbank den Banken die Fristentransformation überlässt, verzichtet sie doch auf Seigniorage!)

Zu einem früheren Zeitpunkt hätte man auch daran denken können, den Banken eine erheblich größere Rekapitalisierung aufzuerlegen, als geschehen ist, damit sie von sich aus weniger Anreize haben, die faulen Kredite vor sich her zu schieben. Inzwischen dürfte das Misstrauen im Markt allerdings so groß sein, dass auch das kaum noch geht.

Ich fürchte, wir müssen uns daher irgendwann einmal mit der Möglichkeit auseinandersetzen, dass die maroden Banksysteme von den Staaten übernommen werden, hoffentlich saniert werden und hoffentlich wieder privatisiert werden. Stefan Ingves, der 1992 in Schweden dafür verantwortlich war, sagte dazu bei einer Veranstaltung in Frankfurt im letzten Herbst: You must not forget, in the end, the government is the banker of the last resort. Ich bin der letzte, der ein staatliches Banksystem möchte, aber eine Intervention mit Sanierung und anschließender Privatisierung erscheint mir als besser als eine weitere Verschleppung mit impliziten Subventionen durch die Regierungen und die Zentralbank.

In Deutschland 2008 haben wir einen solchen radikalen Schnitt leider versäumt, u.a. weil die Ordnungspolitiker in diesem Land, darunter auch einige Adressaten dieser Mail, vor lauter Aversion gegen Staatsbanken übersehen haben, dass es auch zur Ordnungspolitik gehört, Manager, Anteilseigner und Gläubiger an Verlusten zu beteiligen, und dass der, der neues Geld zuführt, auch entsprechende Kontrollrechte haben sollte. Die Interventionen bei IKB, HRE, Cobra und West LB waren für den Bund sehr teuer, und das System ist dabei nicht saniert worden. Dieses Versäumnis trug maßgeblich dazu bei, dass die Politik in der Eurokrise Rücksicht auf die eigenen Banken nehmen musste. Allerdings hätte eine Verbundlichung der Landesbanken wohl verfassungspolitische Probleme aufgeworfen, vielleicht auch parteipolitische, denn damals galt noch das Prinzip dass die Parteivorsitzende nichts tun darf, was einen Ministerpräsidenten ärgert, schon gar nicht kurz vor einer Bundestagswahl.

Wir sollten uns bewusst sein, dass das von Herr Mayer angesprochene Problem nicht nur Italien betrifft, sondern auch Deutschland. In der derzeitigen Diskussion um Bail-in geben wir uns sehr prinzipientreu, aber ich möchte nicht wissen, was aus diesen Prinzipien wird, wenn die Deutsche Bank in Schwierigkeiten kommen sollte. Auch bei den Landesbanken und Sparkassen könnte es noch einige Überraschungen geben.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Anhang zu Mail Hellwig

Martin Hellwig
Max-Planck-Institut zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern
Bonn

Zur Diskussion um die Geldpolitik der EZB

Die Diskussion um die Politik der EZB wird überwiegend mit Blick auf die Steuerzahler geführt. Die geldpolitischen Wirkungen dagegen kommen kaum vor. Das ist problematisch.

Mehrere Teilnehmer an der Diskussion warnen vor Verlustrisiken. Wenn die EZB Staatsanleihen kauft und ein Staat die Anleihen nicht bedienen könne, so müsse die EZB Verluste verbuchen, und die träfen letztlich den Steuerzahler. Zwar gebe es keine Nachschusspflicht, aber die Verluste minderten die möglichen Ausschüttungen der Zentralbanken an die Mitgliedstaaten. So Jens Weidmann in der FAS vom 28. Dezember, Hans-Werner Sinn im Tagesspiegel vom 11. Februar und Roland Vaubel in einem Leserbrief in der FAZ vom 2. März. Ich selbst hatte in der FAS vom 4. Januar argumentiert, die EZB habe eine öffentliche Aufgabe, und ihre Maßnahmen müssten nach ihren Wirkungen auf die Preisstabilität und das Geldsystem beurteilt werden, nicht aber nach ihren Wirkungen auf Gewinne oder Verluste.

Dabei hatte ich die Warnung vor den Verlustrisiken akzeptiert und übersehen, dass diese Warnung gar nicht stichhaltig ist. Gewiss treffen Verluste der EZB letztlich die Steuerzahler. Zunächst aber verschafft der Kauf der Staatsanleihen mit neu geschaffenem Geld den Steuerzahlern einen Vorteil: Die EZB erwirbt zinsbringende Wertpapiere und finanziert den Erwerb mit etwas, das nichts kostet. Das neu geschaffene Geld erscheint zwar als „Verbindlichkeit“ in der Bilanz der EZB, doch das ist nur eine Konvention. Diese „Verbindlichkeit“ begründet keinerlei Verpflichtung. Die Anleihen jedoch erbringen Zinsen, und diese steigern die Gewinne der EZB und die möglichen Ausschüttungen an die Mitgliedstaaten. Der Kapitalwert dieser Zinsen entspricht dem Wert der Anleihen.

Sollten es später einen Schuldenschnitt geben, so entfallen die Zinsen, und der Wert der Anleihen sinkt, im Extremfall auf Null. Die EZB verbucht einen Verlust. Dieser Verlust ist aber nicht größer als der anfängliche Vermögenszuwachs aus dem Kauf der Anleihen mit neu geschaffenem Geld. Betriebswirtschaftlich ist der Ankauf von Wertpapieren mit neu geschaffenem Geld für die Zentralbanken und ihre Eigentümer auf jeden Fall von Vorteil.

Dem steht auch nicht entgegen, dass die Zentralbanken nach Verbuchung eines Verlusts auf die Anleihen ihre Ausschüttungen wahrscheinlich senken. Wenn sie weniger ausschütten, werden sie mehr einbehalten und reinvestieren. Das wiederum erhöht die zukünftigen Gewinne und Gewinnausschüttungen, wovon wieder die Steuerzahler profitieren.

Wollte man wirklich die mittelbaren Wirkungen auf die Steuerzahler zum Maßstab der Geldpolitik machen, so müsste man die EZB auffordern, mit immer mehr neu geschaffenem Geld immer mehr Wertpapiere zu kaufen, um immer mehr ausschütten zu können. Das ist nicht das, was die Warner wollen, aber ihre Fokussierung auf die Steuerzahler führt bei vollständiger Analyse genau dahin.

Die eigentlichen Kosten der expansiven Geldpolitik liegen in den möglichen Wirkungen auf das Geldsystem und die Besitzer von Geld. Im Normalfall lässt die Geldmengenerhöhung die Kaufkraft des Geldes sinken. Es kommt zu einer Umverteilung von den Besitzern von Geld hin zu den Steuerzahlern. Die Verpflichtung der Zentralbank auf das Ziel der Preisstabilität soll uns genau davor schützen.

Gefahren für die Preisstabilität sind derzeit aber kaum zu sehen. Die EZB begründet ihre Politik ja gerade mit der Sorge vor einer Deflation japanischen Typs. Ich bin nicht überzeugt, dass diese Sorge begründet ist. Sicher ist aber, dass das Inflationsrisiko derzeit gering ist.

Schon 2012 hatte eine Expansion der Zentralbankgeldmenge um eine Billion Euro keine erkennbaren Wirkungen auf die Preise. Die EZB hatte den Geschäftsbanken billige Kredite gegeben, um den Rückgang der Giralgeldschöpfung durch die Geschäftsbanken zu kompensieren. Später zahlten die Geschäftsbanken die Kredite wieder zurück, und die Zentralbankgeldmenge *sank* wieder um eine Billion Euro, was in der deutschen Öffentlichkeit kaum wahrgenommen wurde. Die Episode zeigt, dass man die Wirkungen der Geldpolitik nur beurteilen kann, wenn man den Zustand des Banksektors mitberücksichtigt.

Gerade hier sind allerdings Bedenken anzumelden. Wenn die EZB in großem Umfang Staatsanleihen kauft, wird dies die Zinssätze für langfristige Anleihen und Kredite weiter senken. Das mindert die Gewinnmöglichkeiten der Banken, denn Banken verdienen Geld, indem sie sich kurzfristig verschulden und die Mittel zu höheren Zinssätzen langfristig anlegen. Eine Politik, die die langfristigen Zinssätze senkt, kann die Gesundung der Banken verschleppen. Banken, die wenig Gewinne machen, sind kaum in der Lage neues Eigenkapital aufzubauen. Das aber brauchen sie, um wieder normal zu agieren und zum Wachstum der Wirtschaft beizutragen.

Ich habe von Seiten der EZB bisher keine Analyse der *Ursachen* der Störungen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus gesehen. Fest steht, dass die Kreditvergabe an Unternehmen und die Investitionen sehr niedrig sind. Fest steht auch, dass die Banken die Zinssenkungen der EZB nur zu kleinen Teilen an ihre Kreditkunden weitergeben. Die Gründe sind aber nicht klar. Sind die Unternehmen so pessimistisch? Oder sind sie hoch verschuldet und scheuen die Risiken zusätzlicher Kreditaufnahme? Oder sind die Banken so schwach, dass sie nur ungern Kredite für riskante Investitionen vergeben?

Wenn hohe Schulden von Unternehmen und die Schwäche der Banken die eigentlichen Probleme sind, so kann die Politik der EZB kontraproduktiv wirken. Durch die Senkung der langfristigen Zinssätze wird die Erholung der Banken weiter verlangsamt. Und die Versuche zur Belebung der Unternehmenskreditvergabe tragen zu einer weiteren Erhöhung der ohnehin schon hohen Verschuldung der Unternehmen bei.

Die zentrale Frage ist, ob die Geldpolitik der EZB die Probleme des Finanzsystems, die die Schwäche der europäischen Wirtschaft mitverursachen, eher vergrößert oder verringert. Die Frage nach den Wirkungen der Geldpolitik auf die Gewinne der EZB und die möglichen Gewinnausschüttungen an die Mitgliedstaaten führt dagegen in die Irre.

Veröffentlicht in Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung am 8. 3.2015 unter dem Titel „Richtige und falsche Argumente zu einer expansiven Geldpolitik“

Ich sehe gerade, dass David Folkerts-Landau in der WamS staatliche Mittel von 150 Mrd. € für eine Bankensanierung fordert, ohne Bail-in. Natürlich mit Schwerpunkt Italien. Er bezieht sich auf die USA 2008, ohne allerdings zu erwähnen, dass die USA nach 2008 deutlich besser und härter aufgeräumt haben als wir, vermutlich auch deutlich härter, als sein Arbeitgeber sich das wünschen würde.

Wenn es zu einem erneuten Engagement von Staatsmitteln bei den Banken kommt, wäre es wichtig, dass man diesmal nicht wieder eine Rettung de luxe macht, bei der nicht aufgeräumt wird und selbst die nachrangigen Gläubiger noch schadlos gehalten werden, ganz zu schweigen von den Aktionären.

Mit besten Grüßen,

Martin Hellwig

Lieber Herr Hellwig,

ich hatte das Interview mit Folkerts-Landau ebenfalls heute gelesen.
Zwei Stellen fand ich bemerkenswert:

1. Folkerts-Landau bezeichnet Draghis "whatever it takes" als vermutlich größten Fehler, den eine Zentralbank je begangen hat, weil dadurch jeglicher Reformdruck weggefallen ist. Von Seiten des Establishments höre ich das so zum ersten Mal. Bisher war Draghi doch von Politik und Banken stets gelobt worden. Nach 5 Jahren scheint man erstmals an Anreizeffekte zu denken.

2. Nachdem die Bankenunion kürzlich in Kraft getreten ist, die auf dem Versprechen fußte, künftig würden Steuerzahler nur subsidiär herangezogen, meint Folkerts-Landau jetzt, ein Bail-In sei in Italien politisch nicht machbar. Also zeichnet sich dort der nächste gravierende Rechtsbruch ab? Und findet das Ihre Zustimmung?

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg,

wenn Sie sich einmal die Mühe gemacht hätten, zu lesen, was ich zum Thema Bankenunion geschrieben und auch Ihnen geschickt habe, so hätten Sie die Frage unter 2 nicht gestellt. Sie hätten die Frage auch nicht in dieser Form gestellt, wenn Sie sich einmal mit den Rechtsnormen beschäftigt hätten. Aber es ist leichter, markige Sprüche zu machen als sich mit den Details zu beschäftigen.

Die Banking Recovery and Resolution Directive sieht vor, dass, wenn einmal ein Sanierungs- oder Abwicklungsverfahren läuft, alle Gläubiger außer denen, die in Art. 44 als Ausnahmen genannt werden, für ein Bail-in zur Verfügung stehen. Sie räumt auch die Möglichkeit ein, dass Gläubiger von diesem Bail-in ausgenommen werden, wenn die zuständige Behörde meint, das sei nötig, um systemische Risiken zu verringern. Allerdings dürfen Mittel des Resolution Fund o.ä. erst in Anspruch genommen werden, wenn Titel im Umfang von 8% der Bilanzsumme in die Haftung genommen worden sind. Ich werde morgen das zweifelhafte Vergnügen haben, beim Europäischen Parlament zur Frage Stellung zu nehmen, ob diese Regel nicht eher auf die risikogewichteten Assets der Bank Bezug nehmen sollte. Meine Stellungnahme, von der ich annehme, dass Sie sie sowieso nicht lesen werden, sollte anschließend zur Verfügung stehen.

Das alles ist rein akademisch. Auf Drängen der großen Staaten, einschließlich Deutschlands, bietet die BRRD auch das Instrument einer "precautionary recapitalization" im Vorfeld eines Sanierungs-/Abwicklungsverfahrens. Was Sie "Rechtsbruch" nennen, ist das was u.a. Deutschland als Normalverfahren in die BRRD hineingebracht hat. Aber das interessiert den Makroökonom ja nicht.

Es gilt auch der Grundsatz, dass jegliche staatliche Beihilfe eigentlich ein Sanierungs-/Abwicklungsverfahren gemäß der Richtlinie in Gang setzt. Ausnahme: "precautionary recapitalization". Honni soit qui mal y pense.

Warum sind die Ordnungspolitiker der Nation eigentlich so untätig bei den Gesetzgebungsverfahren? Ich war während der Diskussion um die BRRD bei einem "Expertengesspräch" im BMF und musste feststellen, dass das Gespräch von Juristen und Lobbyisten dominiert wurde. Beispielsweise war da ein Vertreter eines Rentenfonds, für den Bail-in natürlich Teufelszeug ist. Relativ zu dem, was da an Druck ausgeübt wurde, hat sich das BMF in der Verhandlung noch halbwegs prinzipientreu verhalten. Ohne das gäbe es gar kein Bail-in in der Richtlinie. Ich habe damals sowohl im BMF als auch im ESRB sehr deutliche Stellung bezogen. Wo waren SIE damals?

Beim Thema Italien können wir uns natürlich wieder schütteln ob des Filzes. Da haben doch die Banken den Wegfall der Geldmarktfinanzierungen nach 2010 dadurch kompensiert, dass sie ihren Detailkunden Bonds verkauft haben mit der Aussage, die seine genauso sicher wie Einlagen. Und die italienische Aufsicht hat das toleriert, wenn nicht sogar gefördert. Diese Italiener!!!

Ich selbst habe allerdings 2007 die Erfahrung gemacht, dass auf die Frage, warum Bankobligationen niedrigere Renditen hätten als Industrieobligationen, die Antwort kam, Bankobligationen seien ja durch den Garantiefonds des Bankenverbandes geschützt. Ich habe das nicht geglaubt, die Anlagen aber gleichwohl getätigt, da ich an "too big to fail" glaubte. Als ich ein Jahr später, im September 2008, bei der Bank noch einmal nachfragte, erhielt ich am Schalter dieselbe Antwort wie ein Jahr vorher, per Telefon aber die Antwort: "Wir sollen Ihnen zwar etwas anderes sagen, aber die Obligationen sind nicht durch den Garantiefonds des Bankenverbandes geschützt". An den Garantiefonds habe ich eh nicht geglaubt, denn der Bankenverband bestand zu diesem Zeitpunkt de facto nur noch aus der Deutschen Bank. Ich fand aber die Formulierung "Wir sollen Ihnen eigentlich etwas anderes sagen.." sehr interessant.

Übrigens, Herr Mayer, es handelte sich um Ihren damaligen Arbeitgeber, die Deutsche Bank. Natürlich hatten weder der Vorstand der Bank noch die Aufsicht eine Vorstellung, dass so etwas unter ihrer Ägide möglich wäre. Sie hatten ja auch keine Vorstellung davon, dass die Händler der Deutschen Bank bei Libor und ähnlichen Rechtsbrüchen beteiligt waren.

Lieber Herr Homburg, wenn die deutschen Ordnungspolitiker etwas wenig auf die EZB fixiert wären und etwas mehr dazu beitragen würden, dass wir, auch in Deutschland, bei Bankenregulierung und Bankenaufsicht, etwas mehr aufräumen, ständen wir, auch in Europa, etwas besser da. Ich kann Ihnen den Vorwurf nicht ersparen, dass Sie sich zu gut dafür waren und sind, sich mit solchen Dingen die Finger schmutzig zu machen.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Lieber Herr Hellwig -

Ich bin mit allem sehr einverstanden, vor allem was Ihre Ausführungen zum Versagen der deutschen Ordoliberalen beim Thema temporäre Bankverstaatlichung und damit Blütenlassen von Anteilseignern und Bankschuldnern angeht. Da kann man nur vermuten, dass die Vortragseinladungen bei Bankenverbänden am Ende dann doch wichtiger waren als Prinzipien.

Aber bitte, verurteilen Sie uns Makroökonomern nicht in Bausch und Bogen. Wir sind nicht alle so.

Nichts für Ungut.

RB

11.7.16

Liebe Diskussionsteilnehmer,

den Anmerkungen von Herrn Hellwig stimme ich auch und gerade als ehemaliger Bankökonom voll zu. Dem ist nichts hinzuzufügen.

Themenwechsel: soeben sehe ich Erich Weede's Besprechung von 'The End of Alchemy' von Mervyn King in der heutigen FAZ. Weede schließt mit dem Satz: "Das Buch ist illusionslos und unbedingt lesenswert." Stimmt. Zufällig habe ich die Kernthese des Buches in meiner wöchentlichen Sonntags-Email von gestern aufgegriffen - siehe unten. Für kritische Kommentare bin ich wie immer dankbar.

Pazifische Grüße,
Joachim Fels

Sunday Signposts | Thoughts on Global Macro | July 10, 2016

Note: This email is compliance-approved and can be forwarded to clients. Views expressed are my own and do not constitute official PIMCO views unless explicitly stated.

The only good thing that Brexit did was to invigorate my interest in Mervyn King's concept of 'radical uncertainty'. Having read and thought some more about it this weekend, I find it particularly useful to describe the challenges we all face in a world of rising polarization, populism and politicization. I plan to elaborate a bit more in a future piece, but here are my preliminary thoughts – comments please!

As the former governor of the Bank of England laid out so eloquently at our Secular Forum and in his recent book *The End of Alchemy* (if you don't have the time to read Mervyn King's book, Paul Krugman's review <<http://www.nybooks.com/articles/2016/07/14/money-brave-new-uncertainty-mervyn-king/>> gives a good summary), 'radical uncertainty' refers to uncertainty that is so profound that it is impossible for us to describe the future in terms of a knowable and exhaustive range of outcomes to which we can attach probabilities. Lord King argues that radical uncertainty is pervasive and that the inability to conceive of what the future may hold means that the probabilistic models that economists, central banks and investors use for forecasting are doomed to fail. To quote from King's book (p. 304):

“In a world of radical uncertainty there is no way of identifying the probabilities of future events and no set of equations that describes people’s attempt to cope with, rather than optimize against, that uncertainty. [...] In the latter world, the economic relationship between money, income, saving and interest rates are unpredictable, although they are the outcome of attempts by rational people to cope with an uncertain world.”

This is remarkable stuff from an ex-central banker who in that role pioneered and perfected inflation targeting with its heavy reliance on economic models, and who, in a former life, was (in Krugman’s words) “a card-carrying mainstream economist”. Of course, as King notes himself, the concept of radical uncertainty isn’t really new. Economists usually refer to it as ‘Knightian uncertainty’ ever since University of Chicago professor Frank H. Knight in his 1921 book *Risk, Uncertainty, and Profit* distinguished between risk, which can be quantified by attaching probabilities based on statistical analysis, and ‘uncertainty’, which is unmeasurable and represents the unknowable unknowns. However, even though the concept of Knightian uncertainty has been around in economic thinking and John Maynard Keynes also discussed it (without giving credit to Knight) in his 1936 *The General Theory of Employment, Interest and Money*, it was forgotten or ignored by generations of economists (including yours truly) who were more interested in building seemingly precise new-Keynesian models of the economy based on the idea that we can attach probabilities to future events and outcomes based on observations from the past. And sadly, it took the Great Financial Crisis of 2008 to lead Mervyn King and a few others to re-discover the idea that many future events are simply impossible to conceive today.

It is debatable whether one should go as far as Mervyn King and declare radical uncertainty as so pervasive that all forecasting is futile. My hunch is that more often than not, particularly over shorter time horizons, we can assume that we are in a period of ‘stationarity’, or stability, where insights into the way past events unfolded can assist in forecasting the future. However, we always have to be aware that the real world is far from stationary and that, to quote Mervyn King again, “stuff happens” – think Lehman, Greece, Brexit. As Rich Clarida put it after our Secular Forum: we are facing a situation of “Insecure Stability”.

So what does the presence of radical uncertainty imply for us all? Here are three quick thoughts as time and space is running out:

First, economic and market forecasts based on statistical/econometric models still make sense but keep in mind that they rest on the often-forgotten assumption of structural stability. Structural breaks (“stuff happens”) are more frequent than we tend to believe. I’ve been doing applied economics for more than 30 years now and there have been more ‘structural breaks’ than I have fingers on my two hands. That’s why it is important to think in terms of different scenarios, do lots of ‘what if?’ analysis and, importantly, force yourself to “think the unthinkable” – the stuff that statistical analysis would tell you is highly unlikely.

Second, if the future is radically uncertain, the modern central bank practice of giving markets ‘forward guidance’ may be, well, misguided. Yes, central bankers always emphasize that they are not making promises and that, e.g. the Fed’s ‘dot plot’ of appropriate policy rates is no more than a conditional forecast. Yet, if these forecasts turn out to be wrong most of the time because ‘stuff happens’, what’s the value of making them? Maybe it would be better to acknowledge the existence of radical uncertainty and stop making policy forecasts that will inevitably be proved wrong most of the time. So far, the Fed has only made a small step in this direction by calling itself ‘data dependent’. Yet, by publishing forecasts for economic variables and its own interest rate path, it still creates the illusion that the future is predictable. True data and regime dependence is not compatible with forward guidance. And, as an aside, doing away with the dot plot and the guessing how it will evolve and who is who would free up many analysts’ time to think more about the unthinkable.

Third, radical uncertainty may be even more acute today because we seem to be entering an era where politics dominates economics in shaping market outcomes again. ‘Political economy’ variables usually don’t enter economic forecasting models. Yet, as Mervyn King rightly points out, big surprises on the political front were in fact the driving force of major developments in the world economy. They represent “not the random shocks of the forecasters’ models but the realization of radical

uncertainty." Brexit, Trump, China's politics – what are the consequences, what's next? Only time will tell, sadly.

OK, maybe I got carried away. But this is what happens if you spend your weekend reading and re-reading King, Keynes and Knight. High time for a walk on the beach..

Lieber Herr Hellwig,

an den Anhörungen und Diskussionen zur Banking Recovery and Resolution Directive habe ich nicht mitgewirkt, weil ich mich vorher ganz grundsätzlich gegen diese "Bankenunion" ausgesprochen habe.

Sie können meine Auffassung als "makroökonomisch" oder gar "ordnungspolitisch" abtun. Ich halte dagegen: Läßt man Banken in Insolvenz gehen, ohne vorher -zig politische Schleifen a la Banking Directive zu drehen, dann gehen zwar Guthaben unter, aber eben auch Schulden.

Wer Guthaben der herrschenden Meinung folgend retten will, rettet auch die Schulden und verhindert damit eine Bereinigung der Finanzkrise.

Schulden werden von den Banken zu den Staaten verschoben, was makro- ökonomisch nichts bringt und politisch wie anreiztheoretisch verheerend ist.

Nachdem Stabilitäts- und Wachstumspakt, Fiskalpakt, Bailout-Verbot, Sixpack usw. allesamt gescheitert sind, erscheint mir eine Mitwirkung an Projekten wie der Bankenunion zwar honorig, aber polit-ökonomisch naiv. Wie oft muß man Fehler wiederholen, um daraus zu lernen?

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg,

ein Bail-in steht immer im Konflikt mit dem Gläubigerschutz. Und für den Gläubigerschutz gibt es auch gute Gründe. Asymmetrische Information ist ein Grund, ein anderer ist, dass sich ein Bail-in negativ auf die Realwirtschaft auswirken kann. Unternehmen halten große Guthaben bei Banken, um Beschäftigte und Zulieferer zu bezahlen. Diese Guthaben sind für ein Bail-in nicht geeignet. Besser geeignet für ein Bail-in sind die Forderungen von Investoren, die auch ein Risikomanagement haben und für den Verlustfall vorgesorgt haben. Aus diesem Grund gibt es keine einfache Bail-in-Regel, sondern ein komplexes Regelwerk.

Mit besten Grüßen,
Markus Demary

Lieber Herr Homburg,

mit der Aussage "Ich bin eh' gegen die Bankenunion" kommen Sie hier nicht durch. Sie haben sich ja auch nicht in der Diskussion um das deutsche Bankenrestrukturierungsgesetz engagiert, das noch viel bankenfreundlicher war als die BRRD. Dazu siehe meine Bundestagsstellungnahme sowie einen daraus entstandenen Artikel für einen Tagungsband des Frankfurter Institute of Law and Finance in der Anlage. Ihre antieuropäische Hysterie macht Sie wieder einmal blind dafür, dass wir es durchaus mit einem deutschen Problem zu tun haben. Dass das Bankenrestrukturierungsgesetz damals so schlecht ausgefallen ist, hatte sehr viel mit der Lobbyarbeit der Branche zu tun, interessanterweise

Max-Planck-Institut zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern

auch der Insolvenzanwälte, die partout nicht einsehen wollten, warum normales Insolvenzrecht hier nicht funktioniert.

Den Vorwurf der politökonomischen Naivität gebe ich voll zurück: Je schlechter die Vorkehrungen für den Fall der Bankenprobleme, desto eher wird der Staat klein beigegeben. Auch dazu hatte ich in früheren Mails, auch in meinem langen Text von Ende Mai, einiges geschrieben, aber Sie haben es vorgezogen, nicht darauf zu antworten, z.B. darauf, dass die Nutznießer des HRE-Bailout, eines rein deutschen Geschäfts, u.a. die Kirchen, die öffentlichrechtlichen Rundfunkanstalten, etliche Kommunen ... umfassten. Und im Falle von Italien jetzt sind sehr viele Wähler betroffen. Was das bedeutet, wird Ihnen als politökonomischem Experten sicher bewusst sein.

Gerade weil ich Probleme bei Resolution sehe, habe ich mich sehr entschieden für drastisch höhere Eigenkapitalanforderungen ausgesprochen. Dadurch würde zumindest die Wahrscheinlichkeit einer Krise verringert. In dieser Diskussion habe ich von deutschen Ökonomen wenig Unterstützung erhalten. Teilweise heißt es dann: "Ist das nicht Überregulierung?" Dass es aufgrund von Schuldenüberhangeffekten starke Anreizverzerrungen gibt und dass eine Eigenkapitalanforderung Haftung verbessert, ist weitgehend verdrängt worden.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Stellungnahme für die Öffentliche Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages zum Gesetzentwurf der Bundesregierung

**„Entwurf eines Gesetzes zur Restrukturierung und geordneten Abwicklung
von Kreditinstituten, zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für
Kreditinstitute und zur Verlängerung der Verjährungsfrist der
aktienrechtlichen Organhaftung (Restrukturierungsgesetz)“**

am 6. Oktober 2010

1. Gesamtbeurteilung

Meine Einschätzung des Gesetzentwurfs lässt sich wie folgt zusammenfassen:

- Das Vorhaben insgesamt ist sehr zu begrüßen. Die angesprochenen Probleme sind wichtig. Der Entwurf geht einen großen Schritt in Richtung auf eine Lösung.
- Das Gesetz zur Reorganisation von Kreditinstituten schadet nichts, wird aber auch nicht viel nützen.
- Die Änderung des Kreditwesengesetzes ist sehr zu begrüßen. Jedoch bleiben meines Erachtens wichtige Fragen offen.
- Die Errichtung eines Restrukturierungsfonds halte ich in der vorgesehenen Form für problematisch.
- Die Verlängerung der Verjährungsfrist der aktienrechtlichen Organhaftung ist zu begrüßen. Diese Maßnahme allein wird aber nicht ausreichen, um die Wirksamkeit der aktienrechtlichen Organhaftung als Instrument der Steuerung von Managerverhalten zu verbessern.

Zur Begründung dieser Einschätzung gehe ich im Folgenden zuerst etwas näher auf die anstehenden Probleme ein. Vor diesem Hintergrund werde ich dann den Gesetzentwurf diskutieren.

2. Was sind die Probleme?

Zur Analyse der Finanzkrise und des Reformbedarfs, der sich aus dieser Analyse ergibt, habe ich mehrfach ausführlich schriftlich Stellung bezogen, zuletzt in meinem Gutachten für den 68. Deutschen Juristentag (http://www.coll.mpg.de/pdf_dat/2010_19online.pdf). Daher spreche ich die hier interessierenden einzelnen Punkte im Folgenden nur kurz an.

2.1 Governance-Probleme

Im Zuge der Krise haben verschiedene Governance-Probleme eine Rolle gespielt:

- Das Fehlen jeglicher Haftung auf Seiten der Hypothekenbanken und der Verbriefungsinstitutionen hat die massive Beeinträchtigung der Qualität der Hypotheken begünstigt.
- Auf Seiten der Käufer von Wertpapieren, von institutionellen Anlegern wie den deutschen Landesbanken bis zu den Letztanlegern, wurde vorrangig auf Renditen geachtet; darüber wurden die Risiken vernachlässigt, Risiken der Fristentransformation bei der Refinanzierung ebenso wie die Risiken der gekauften Anlagen.

- Bei institutionellen Anlegern beruhte die Vernachlässigung der Risiken auf einem Versagen interner Diskurs- und Kontrollmechanismen; in den jeweiligen Entscheidungs- oder Kontrollgremien gab es zu wenige Personen, die den Mut hatten, die Frage nach den mit den betreffenden Geschäftsmodellen verbundenen Risiken zu stellen und auf dieser Frage zu insistieren.
- Die durch die Krise entstandenen Probleme wurden erst wahrgenommen bzw. erst zugegeben, als es für glimpfliche Lösungen bereits zu spät war.

2.2 Das Fehlen funktionsfähiger Interventionsmechanismen in der Krise

Zu den Grotesken der Krise in Deutschland gehörte es, dass der Bund zuerst HRE vor der Insolvenz bewahrte und dann Schwierigkeiten mit den Aktionären bekam, die darauf beharrten, Verfügungsrechte auszuüben, die ihnen ohne die Bundeshilfe schon längst entzogen worden wären. Die in der nachfolgenden Lex HRE vorgesehene Entschädigung der Aktionäre lag unter dem, was die Aktionäre wünschten, steht aber in merkwürdigem Kontrast zu dem, was die Aktionäre im Insolvenzfall erhalten hätten, nämlich nichts. Bundesregierung und Gesetzgeber waren den Aktionären gegenüber noch deutlich großzügiger als der schwedische Staat in der Krise von 1992.

Das Beispiel HRE ist paradigmatisch für die Hilflosigkeit des Staates gegenüber einer Bank, die die Stabilität des Finanzsystems gefährdet. Der Fall Lehman Brothers hatte gerade vorher gezeigt, welche Folgen die Insolvenz einer systemrelevanten Bank nach sich ziehen kann. Daher wollte man eine Insolvenz von HRE auf alle Fälle vermeiden.

Auch auf die Eingriffsmöglichkeiten des KWG wollte man nicht rekurrieren. §§ 45, 46 KWG geben der Aufsicht auch jetzt schon die Möglichkeit zum Eingreifen noch ehe eine Eigenmittel- oder Liquiditätsvorschrift verletzt ist. Das in § 46 genannten Eingriffskriterium einer „Gefahr für die Erfüllung der Verbindlichkeiten eines Instituts gegenüber seinen Gläubigern“ wird allerdings entsprechend dem Kriterium der „drohenden Zahlungsunfähigkeit“ nach § 18 InsO interpretiert. Maßgeblich ist, wie im Insolvenzrecht, das Ziel des Gläubigerschutzes. Daher zielen die Eingriffsmaßnahmen in der Praxis auf die vorläufige Sicherung der Vermögensposition der Bank. Der Geschäftsbetrieb wird tendenziell eingefroren, einschließlich der Geschäftsbeziehungen zu Dritten. Dies kann katastrophale Rückwirkungen auf das übrige Finanzsystem haben.

Wo liegen die Defizite im einzelnen?

- Es fehlt an Anreizen für die Betroffenen, etwaige Schieflagen frühzeitig zuzugeben und zu beheben.
- Es fehlt an Möglichkeiten für die Aufsicht, frühzeitig einzugreifen, ohne systemische Rückwirkungen befürchten zu müssen.
- In der konkreten Situation fehlt auch die Transparenz über das Ausmaß der möglichen systemischen Rückwirkungen der Schieflage.
- Der Zielkonflikt zwischen Gläubigerschutz und Systemschutz wird bislang einseitig zu Gunsten des Gläubigerschutzes geregelt.
- Es fehlt an klaren Verfahrensvorgaben für ein Eingreifen des Staates, den Einsatz staatlicher Mittel und die Bereinigung der Probleme.
- Es fehlt die verfahrensrechtliche und materiell-rechtliche internationale Abstimmung über den Umgang mit Banken in Schieflagen.

2.3 Zugrundeliegende Strukturprobleme

Ehe man über mögliche Lösungen der angesprochenen Probleme nachdenkt, ist es sinnvoll, sich zu vergegenwärtigen, dass einige dieser Probleme noch tiefere Ursachen haben:

- Die Fokussierung der Anleger auf Renditen geht auch darauf zurück, dass wir seit einigen Jahren eine Mittelschwemme in den Finanzmärkten haben und dadurch die ohne Risiko zu erzielenden Renditen stark abgesunken sind. Die Mittelschwemme hat handfeste realwirtschaftliche Gründe: Hohe Sparquoten in China, das bei unterbewerteter Währung hohe Außenhandelsüberschüsse erzielt und den Gegenwert in verschiedenen Wertpapieren, vor allem Staatsanleihen, anlegt; hohe Sparquoten auch in Ländern wie Deutschland und der Schweiz, hier aufgrund demographischer Strukturen, Alterssparen der Baby-Boom-Generation. Die expansive Geldpolitik der Jahre 2002 – 2004 in den USA hat die Effekte dieser Mittelschwemme noch verstärkt. Bei langfristigen Zinsen von 4 % hat ein privater oder institutioneller Anleger, der an Zinssätze von 6 % gewohnt war und seine Ausgaben daran ausgerichtet hat, ein Problem. Die Versuchung, die Zinsabsenkung zu kompensieren, indem man in höhere Risiken geht, ist dann groß. Dies erklärt teilweise, warum es im Vorfeld der Krise so wenig Risikokontrolle gegeben hat.

Das hier angesprochene Strukturproblem ist nach wie vor vorhanden. Insofern ist zu befürchten, dass die dadurch gesetzten Anreize in den nächsten Jahren weiter wirken. Um so wichtiger ist es, Governance-Mechanismen und Haftungsregeln zu verbessern.

- In Deutschland gibt es das spezielle Problem, dass der Finanzsektor eine ungesunde Struktur hat. Als verlässliche, wenn auch etwas langweilige Quelle von Gewinnen ist vor allem das Retail-Geschäft mit den Einlegern zu nennen; dieses Segment des Marktes wird allerdings von den Sparkassen und, zu einem geringeren Teil, den Genossenschaftsbanken beherrscht. Die Großbanken haben es in der Vergangenheit nicht verstanden, in diesem Teil des Marktes eine gewinnträchtige Position zu erringen; im Fall der Landesbanken stand dies aufgrund der gesetzten Regeln auch nicht zur Diskussion. Die Spezialisierung auf Wholesale und Investment Banking war so lange kein Problem, wie Wholesale verlässliche Margen versprach. Die Margen im Wholesale-Bereich sind aber in den neunziger Jahren dramatisch geschrumpft. Damals hat die Wettbewerbsintensität in diesem Bereich drastisch

zugenommen. Investment Banking wiederum bringt Gewinne, wenn es gut geht, ist aber riskant und sehr volatil. Aus all dem ergibt sich die Sorge, dass der deutsche Finanzsektor von seiner Struktur her risikofähig ist, zum einen, weil die Trennung der Sparten bewirkt, dass einem wesentlichen Teil des Sektors ein hinreichend profitables Standbein im Einlagengeschäft fehlt, zum anderen, weil Überkapazitäten und intensiver Wettbewerb auch im Wholesale-Bereich die Margen haben schrumpfen lassen.

Das Übermaß an Fristentransformation („aus kurz mach lang“), das es sowohl bei den Zweckgesellschaften der Landesbanken als auch in den Segmenten der Immobilien- und Staatsfinanzierung gab, ist auch als Folge von Überkapazitäten und intensivem Wettbewerb im Wholesale-Bereich zu verstehen. Wenn man bei fristenkongruenter Immobilienfinanzierung keine Margen mehr verdienen kann, so versucht man sein Glück mit kurzfristiger Refinanzierung, sei es aus dem Geldmarkt, sei es aus Einlagen. Insofern ist es kein Zufall, dass in Deutschland gerade auch Banken betroffen waren, die vorrangig im Immobilien- und Staatsfinanzierungsgeschäft tätig sind.

Auch das hier beschriebene Strukturproblem ist nach wie vor vorhanden. Wenn es nicht gelingt, die Marktstrukturen zu bereinigen oder aber Regeln für weniger riskantes Marktverhalten zu setzen, werden die Probleme wiederkommen.

Diese Warnung ist nicht zu verstehen als Parteinahme in der politischen Auseinandersetzung um die Rolle von privaten Banken und öffentlichen Banken, Landesbanken und Sparkassen. Zu dieser Auseinandersetzung gäbe es viel zu sagen, hier aber kommt es mir nur auf die Feststellung an, dass die Struktur, die wir haben, aus den genannten Gründen krisenfähig ist.

- Insolvenzverschleppung gehört zu den Konstanten des Wirtschaftslebens. Ein verantwortlicher Manager, der sieht, dass es Probleme gibt, neigt dazu, die Probleme kleinzureden bzw. gar nicht erst öffentlich bekannt zu machen, und hofft dann, dass sie sich vielleicht von selber lösen. Das muss nicht böswillig geschehen; in vielen Fällen wirkt einfach der psychologische Mechanismus, dass man das Scheitern der eigenen Strategie nicht wahrnehmen kann bzw. erst wahrnimmt, wenn es zu spät ist. Wenn etwa die Sächsische

Landesbank im August 2007 verlauten ließ, sie habe nur ein Liquiditätsproblem, so mag das der Wahrnehmung des damaligen Vorstands durchaus entsprochen haben.

Da Verschleppung aber die Risiken für das System ebenso wie für die Gläubiger vervielfachen kann, kommt es darauf an, dass man der Tendenz zur Verschleppung entgegen wirkt. Hierin ist dem Gesetzentwurf voll zuzustimmen. Ich habe aber Zweifel, ob er sein Ziel in diesem Punkt wirklich erreicht.

3. Beurteilung des Gesetzentwurfs

3.1 Gesetz zur Reorganisation von Kreditinstituten

Das Gesetz zur Reorganisation von Kreditinstituten versucht, die unter 2.2 genannten Probleme zu entschärfen. Sanierungsverfahren und Reorganisationsverfahren sollen die Möglichkeit, schon im Vorfeld von Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit und sogar im Vorfeld einer Verletzung von Eigenmittel- oder Liquiditätsvorschriften Maßnahmen zur Behebung einer Schieflage einzuleiten. Die Verfahren lehnen sich in vielem an das Insolvenzverfahren an; insofern könnte man sich fragen, warum es eines gesonderten Gesetzes bedarf und warum es nicht möglich sein sollte, diese Verfahren im Rahmen der Insolvenzordnung unterzubringen. Das gilt um so mehr, als das in § 1 Abs. 1 genannte Ziel der Stabilisierung des Finanzmarkts durch Sanierung oder Reorganisation keinen für mich erkennbaren Einfluss auf die Ausgestaltung der vorgesehenen Regeln hat.

Im einzelnen ist festzustellen, dass das oben im letzten Punkt unter 2.3 angesprochene Problem der Verschleppung von Eingriffen zur Behebung von Schieflagen nicht behoben wird. Die Einleitung eines Sanierungsverfahrens liegt nach § 2 Abs. 1 voll in der Hand des Kreditinstituts. Die Einleitung eines Reorganisationsverfahrens liegt nach § 7 Abs. 1 ebenfalls in der Hand des Kreditinstituts. Nach § 7 Abs. 2 kann ein Reorganisationsverfahren zwar auch von der Bundesanstalt beantragt werden, wenn eine Bestandsgefährdung und eine Systemgefährdung vorliegen. Jedoch kann ich mir nicht vorstellen, dass die Bundesanstalt in der Lage sein wird, den zu diesem Zweck erforderlichen Reorganisationsplan vorzulegen; schließlich verfügt sie im Vorfeld jeglichen Eingriffs nicht über die dazu erforderliche Information.

Was bietet das Sanierungsverfahren dem Bankvorstand, der über die Einleitung zu entscheiden hat? Als Vorteil ergibt sich lediglich die Möglichkeit, neue Kredite mit Vorrang gegenüber den bisherigen Gläubigern in einem etwaigen Insolvenzverfahren aufzunehmen. Als Nachteile ergeben sich die Offenlegung der Schieflage und die Unterwerfung unter die in den §§ 2, 4 und 5 vorgesehenen Eingriffsmöglichkeiten der Bundesanstalt, des Sanierungsberaters und des Gerichts. Ich sage voraus, dass dieses Verfahren kaum jemals in Anspruch genommen werden wird. (In Parenthese: Eine Definition des Begriffs des Sanierung – etwa im Unterschied zum Begriff der Reorganisation – habe ich im Text des Gesetzes nicht finden können.)

Wie steht es mit dem Reorganisationsverfahren? Gegenüber dem Sanierungsverfahren ergibt sich der Vorteil, dass im Rahmen des Verfahrens – entsprechend den in der Insolvenzordnung vorgesehenen Prozeduren – Forderungen von Gläubigern herabgestuft werden können. Gegenüber einem Insolvenzverfahren ergibt sich der Vorteil, dass die Verfahrenseinleitung nicht an die Tatbestände der Überschuldung oder der Zahlungsunfähigkeit gebunden ist. Als Nachteile ergeben sich wiederum die Offenlegung der Schieflage und die Unterwerfung unter die verschiedenen Eingriffsmöglichkeiten der Bundesanstalt und des Gerichts. In Anbetracht dessen, dass Verfahren nach der Insolvenzordnung von den Schuldnern erfahrungsgemäß eher zu spät als zu früh eingeleitet werden, sehe ich nicht ein, warum das in diesem Fall anders sein sollte, zumindest soweit es die Einleitung des Reorganisationsverfahren durch einen Antrag des Kreditinstituts betrifft.

Ein letzter Punkt: Sollte wieder einmal ein Problem des Typs HRE auftreten, so wird man ebenso wenig den Mut haben, die in diesem Gesetzentwurf enthaltenen Verfahren anzuwenden, wie man 2008 den Mut hatte, das KWG oder das Insolvenzrecht anzuwenden. Die vorgesehenen Verfahren sind langwierig und kompliziert. Bis die Unsicherheit darüber, wie es bei der Bank weitergeht, behoben werden kann, wird einige Zeit vergehen. Jedoch wird schon die Einleitung eines solchen Verfahrens erhebliche Signalwirkungen für die Gläubiger der betreffenden Bank haben und von einem Tag auf den anderen die Refinanzierung der Bank gefährden. Dies gilt insbesondere für Geldmarktfinaanzierungen durch institutionelle Anleger. Insofern kann die Einleitung eines Sanierungs- oder Reorganisationsverfahrens alsbald die Zahlungsfähigkeit der Bank gefährden. Ich erwarte daher, dass in einer konkreten Gefährdungslage eines Instituts wie HRE die Bundesanstalt – und die Bundesregierung! – es vorziehen werden, von einer Anwendung dieses Gesetzes abzusehen, da sie die Systemrückwirkungen als nicht kontrollierbar ansehen.

3.2 Änderung des Kreditwesengesetzes

Die hier vorgesehenen Regelungen sind durchweg zu begrüßen. Jedoch sehe ich etliche offene Fragen. Auf diese gehe ich im Folgenden ein.

- Es ist zu begrüßen, dass die Neufassung des § 45 KWG die Eingriffsmöglichkeiten schon im Vorfeld einer Verletzung von Eigenmittel- oder Liquiditätsvorschriften deutlich verstärkt. Während das Reorganisationsgesetz in Anlehnung an die Insolvenzordnung vor allem die Rechte der verschiedenen Inhaber von Anteils- und Schuldtiteln im Auge zu haben scheint, wird hier dem Umstand Rechnung getragen, dass die Risiken der Bank ein Gefährdungspotential für Dritte enthalten und daher ein polizeirechtliches Eingreifen zur Gefahrenabwehr angebracht sein kann.

Es ist ebenfalls zu begrüßen, dass § 45 Abs. 1 KWG ergänzt wird um zwei Vermutungstatbestände. Das sollte Eingriffe im Vorfeld einer Verletzung von Eigenmittel- oder Liquiditätsvorschriften auf eine bessere Grundlage stellen.

Dazu ist aber anzumerken, dass die hier spezifizierten Vermutungstatbestände in vielen Problemfällen in der Krise nicht gegriffen hätten. In vielen Fällen waren die Probleme der Banken erst ganz zum Schluss an Eigenmittel- und Liquiditätskennziffern abzulesen. Deutlich frühere Signale waren in den Prämien für Credit Default Swaps enthalten. Insofern wäre zu fragen, ob nicht solche marktbezogenen Signale hier auch einbezogen werden sollten, ebenfalls im Sinne eines Vermutungstatbestands, ohne Verpflichtung der Anstalt zum Handeln.

- Die Regelungen der neuen § 45 c und § 48 a sind einhellig zu begrüßen. In gewissen kritischen Situationen ist wichtig, dass die Kontrolle über die Geschäftsführung aus den Händen des bisherigen Vorstands und der Kontrolle der Anteilseigner genommen wird, um das Eingehen weiterer Risiken zu verhindern. Desgleichen ist wichtig, dass bestimmte Geschäfte und Vermögenswerte ausgesondert und vor den Folgen eines Insolvenzverfahrens geschützt werden können.

Allerdings sehe ich Spielraum für kontraproduktive Friktionen in den Konstellationen, in denen der Sonderbeauftragte und die bisherigen Geschäftsleiter teilweise noch nebeneinander tätig sind. Im Sinne einer klaren Regelung von Verantwortlichkeiten wäre es m.E. vorzuziehen, dass von einem bestimmten Moment an die Bundesanstalt bzw. der von ihr eingesetzte Sonderbeauftragte, die Kontrolle und damit die Verantwortung über das Institut hat. Dabei stellt sich mir auch die Frage, wie in diesem Zusammenhang das Verhältnis von aufsichtsrechtlicher Funktion der Bundesanstalt und Geschäftsführender Funktion des Sonderbeauftragten angemessen austariert werden kann.

Hinsichtlich der Übertragung von Vermögensanteilen nach § 48 a habe ich die Sorge, dass dies als punktuelle Maßnahme konzipiert ist, deren Stellenwert im Rahmen des Gesamtkonzepts der Restrukturierung nicht deutlich ist und auch im Verfahren nicht deutlich gemacht werden muss. Wenn ich hier das englische Gesetz zum Vergleich heranziehe: Die Bank of England als Restrukturierungsbehörde hat dem Gesetz nach verschiedene Alternativen für den Umgang mit dem Probleminstitut. Eine davon ist die Aussonderung von Vermögenswerten zum Schutz der Funktionsfähigkeit von Märkten, eine andere die Übertragung von Vermögenswerten und Geschäftsfeldern auf eine Brückenbank. Beides wird dort – auch verfahrensmäßig – vor den Hintergrund der Frage gestellt, was für eine Zukunft das Probleminstitut insgesamt haben soll. Diese Frage erscheint in § 45 c Abs. 2 Nr. 7 als eine von mehreren, wird aber nicht in den Mittelpunkt des Verfahrens gestellt.

- Die oben unter 2.2 angesprochene Frage nach dem Ziel des Verfahrens wird m.E. nicht befriedigend beantwortet. In § 46 steht nach wie vor der Gläubigerschutz als Gegenstand der Gefahrenabwehr im Vordergrund. Im neuen § 48 a Abs. 2 wird auch der Systemschutz genannt. Jedoch wird durch das Wort „nur“ in Abs. 2 Satz 1 und durch die dazu gehörige Bedingung Nr. 2 deutlich gemacht, dass der Systemschutz dem Gläubigerschutz nachgeordnet ist. Die Rechtsfolgen dieser Nachordnung mögen durch den nachfolgenden Satz 2 des § 48 c Abs. 2 gemildert oder sogar neutralisiert werden. Im Sinne einer klaren Aufgabenstellung für die Bundesanstalt würde ich es aber vorziehen, wenn der Systemschutz als Gegenstand der Gefahrenabwehr dem Gläubigerschutz mindestens gleichgestellt wäre.
- Nach § 48 d wird als Gegenleistung der Übertragungsanordnung eine Ausgleichsverbindlichkeit vorgesehen. Das ist m.E. problematisch. Zum einen ist eine

verlässliche Bewertung in der nach Abs. 4 vorgesehenen Frist kaum möglich. Man denke daran, dass inzwischen zwei Jahre seit Lehman Brothers vergangen sind und wir für die Bewertung vieler betroffener Vermögenswerte immer noch keine verlässliche Grundlage haben. Zum anderen, und dies halte ich für wichtiger, belastet diese Vorschrift den übernehmenden Rechtsträger mit einer Verbindlichkeit. In einer Krise, in der es den Banken an Eigenkapital mangelt, ist eine solche zusätzliche Verbindlichkeit unerwünscht. Zum Vergleich: In Schweden 1992 und im Special Resolution Regime for Banks des Vereinigten Königreichs erhält die „alte“ Bank Anteilstitel des übernehmenden Rechtsträgers, diese wohlgemerkt ohne Kontrollrechte, zumindest solange die Institutionen dem Special Resolution Regime unterstehen. Die Verwendung von Anteilstiteln als Gegenposition zur Übertragung von Vermögenswerten hat den Vorteil, dass der übernehmende Rechtsträger nicht durch zusätzliche Verschuldung belastet wird. Sie hat auch den Vorteil, dass Bewertungsfragen entschärft werden: Sind die übertragenen Vermögensanteile am Ende mehr wert, als zunächst zu erwarten war, so nehmen die Anteilseigner an diesem Wertzuwachs teil.

3.3 Restrukturierungsfondsgesetz

Ich halte dieses Gesetz aus verschiedenen Gründen für problematisch. Zwar kann ich gut verstehen, dass der Zorn über „die Banken“, die den Staat 2008 zu einer außerordentlichen Unterstützungsleistung zwangen, nun zu dem Schluss führt, in Zukunft müssten „die Banken“ solche Lasten selber tragen. Jedoch halte ich das Vorhaben für unrealistisch, wenn nicht gar kontraproduktiv.

Ich verweise auf meine Ausführungen unter 2.3. Bei hoher Wettbewerbsintensität ist die Fähigkeit der Institute, Margen zu erzielen, begrenzt. Wo sollen dann die Überschüsse erwirtschaftet werden, die nötig sind, um diese zusätzliche Gebühr zu finanzieren? Ohne weitere Vorkehrungen zur Bereinigung der Marktstrukturen oder zur Regulierung des Marktverhaltens wird nur ein weiterer Grund dafür geschaffen, dass man noch riskanter arbeiten muss. Da die Margen klein sind, braucht man große Volumina (Sachsen LB: 40 Mrd. à 20 - 30 Basispunkte!); kommt diese Belastung hinzu, braucht man eben noch größere Volumina, oder man muss in Geschäfte mit größeren Margen – und größeren Risiken! – gehen.

Bei normalem Geschäftsverlauf mag das nicht ins Gewicht fallen. Wie steht es aber, wenn ein größeres Institut Probleme hat und ein größerer Betrag zu leisten ist? Die Antwort ergibt sich aus der Erfahrung der Einlagensicherungssysteme der einzelnen Sparten des deutschen Finanzsystems: Solange es nur ein einzelnes kleineres oder mittleres Institut betrifft, kann man damit umgehen. Bei einer Systemkrise jedoch oder einem großen Institut ist so ein System überlastet. Der Einlagensicherungsfonds des Bundesverbands der privaten Banken wäre mit HRE überfordert gewesen; ein Fälligmachen der betreffenden Sicherungsleistungen hätte unkontrollierbare Dominoeffekte gehabt.

Ähnliches ist für den jetzt geplanten Restrukturierungsfonds zu befürchten. Dabei hilft es nicht, wenn man dem Fonds die Möglichkeit gibt, zur Finanzierung seiner Leistungen Kredite aufzunehmen, die dann im Laufe der Zeit zu bedienen sind. Für die beteiligten Banken entsteht auch durch die Kreditaufnahme eine unmittelbare Belastung, in diesem Fall in Form einer Verpflichtung zu zukünftigen Zahlungen. Ist diese Belastung groß genug – in der gegebenen Krisensituation – so kommen die Banken in Schwierigkeiten. Dabei kommt es auch nicht darauf an, ob die Banken die Verbindlichkeit unmittelbar erfüllen oder bilanzieren müssen oder ob sie sie – wie beim Verlustausgleich nach dem Bad-Bank-Gesetz – als Vorabanspruch des Restrukturierungsfonds an ihre Gewinnverteilung aus ihrer Bilanz halten können. Ist die Belastung groß genug, wird sie so oder so die Funktionsfähigkeit der Bank beeinträchtigen.

Die Vorstellung, man könne zukünftige Rettungsmaßnahmen für Banken gänzlich über den Restrukturierungsfonds finanzieren, halte ich daher für eine Illusion.

Ein zweiter Vorbehalt betrifft die Festsetzung der Beiträge. Da ich nicht Jurist bin, entzieht es sich meiner Kenntnis, ob die in § 12 Abs. 10 angegebenen Anhaltspunkte für die Festsetzung der Beiträge den verfassungsmäßigen Anforderungen an die Bestimmtheit der vom Gesetzgeber zu erlassenden Verordnungsermächtigung erfüllen. Als Wirtschaftswissenschaftler weise ich darauf hin, dass „Vernetzung“ kaum zu messen ist und dass Geschäftsvolumen und Größe nicht ohne weiteres als geeignete Maße für Risiko, geschweige denn Systemrisiko, anzusehen sind. Konzeptionell ist mir hier auch nicht klar, ob die Beiträge sich eigentlich an den Risiken für den Fonds orientieren sollen oder an der vom Institut ausgehenden Gefährdung des Finanzsystems. Ist ersteres der Fall, so spielt Vernetzung keine Rolle, und es kommt nur auf das Insolvenzrisiko bzw. die erwarteten

Gläubigerverluste an. Ist letzteres der Fall, so spielt Vernetzung eine Rolle, aber dann müsste man genau erwägen, welche Art von Vernetzung relevant ist.

Grundsätzlich sollte man in diesem Zusammenhang anstreben, durch die Beitragsfestsetzung Anreize zur Risikovermeidung zu schaffen. Dafür bietet die jetzige Formulierung des § 12 Abs. 10 kaum eine Grundlage.

Man kann überhaupt Zweifel haben, ob solche Anreize zur Risikovermeidung in einem System der Beitragsfestsetzung in einem öffentlichrechtlichen Verfahren überhaupt angemessen gesetzt werden können. Schließlich werden die zur Bestimmung der Bemessungsgrundlage erforderlichen Begriffe nicht genau mit dem korrelieren, was die tatsächlichen Risiken ausmacht.

Insofern würde ich selbst in diesem Zusammenhang eher an die Rechtsfigur des privatrechtlichen Versicherungsvertrags denken wollen, wie sie für die Industriehaftpflichtversicherung oder – feuersversicherung typisch ist. Dieses System hat den Vorteil, dass der Versicherer als der an Risikovermeidung Interessierte im Vorfeld Einfluss ausübt auf das Risikoverhalten des Versicherten. Der Preis der Versicherung ergibt sich nicht aus der Anwendung einer Rechtsverordnung, sondern aus der Verhandlung, bei der der Versicherer die Möglichkeit hat, ein gewisses Ermessen spielen zu lassen. Vor einem Missbrauch dieses Ermessens ist der Versicherungsnehmer dadurch geschützt, dass er sich den Versicherer aussuchen kann.

Mir ist bewusst, dass die hier in Rede stehenden Risiken die Leistungsfähigkeit privatwirtschaftlich arbeitender Versicherer übersteigen (obwohl das Konzept, den Restrukturierungsfonds ohne staatliche Mittel arbeiten zu lassen, nicht weit von einer Versicherung auf Gegenseitigkeit entfernt ist). Gleichwohl sollte man m.E. erwägen, gewisse Elemente der Orientierung der Preisfestsetzung nach Ermessen in Anbetracht beobachteten Verhaltens auch für den hier angedachten Restrukturierungsfonds zu nutzen.

3.4 Organhaftung

Die Verlängerung der Verjährungsfrist halte ich für unbedingt sinnvoll. Allerdings sollte die betragsmäßige Begrenzung der Haftungssumme meines Erachtens auf Fälle leichter Fahrlässigkeit beschränkt sein. Bei vielem von dem, was wir in den vergangenen Jahren an Fehlverhalten beobachtet haben, von Aufsichtsgremien ebenso wie Vorständen, wird man Vorsatz kaum nachweisen können, wird Vorsatz auch kaum vorgelegen haben. Grobe Fahrlässigkeit dürfte allerdings sehr häufig vorgekommen sein. Für diese Fälle erscheint die Begrenzung der Haftungssumme als problematisch, zumal wenn man die Einkommens- und Vermögensverhältnisse der Beteiligten berücksichtigt.

Bonn, den 5. Oktober 2010,

Martin Hellwig

Lieber Herr Demary,

Ihr Einwand gibt uns die Möglichkeit, die beiden Positionen zu vergleichen, wobei ich das Argument in fünf Punkte zerlege.

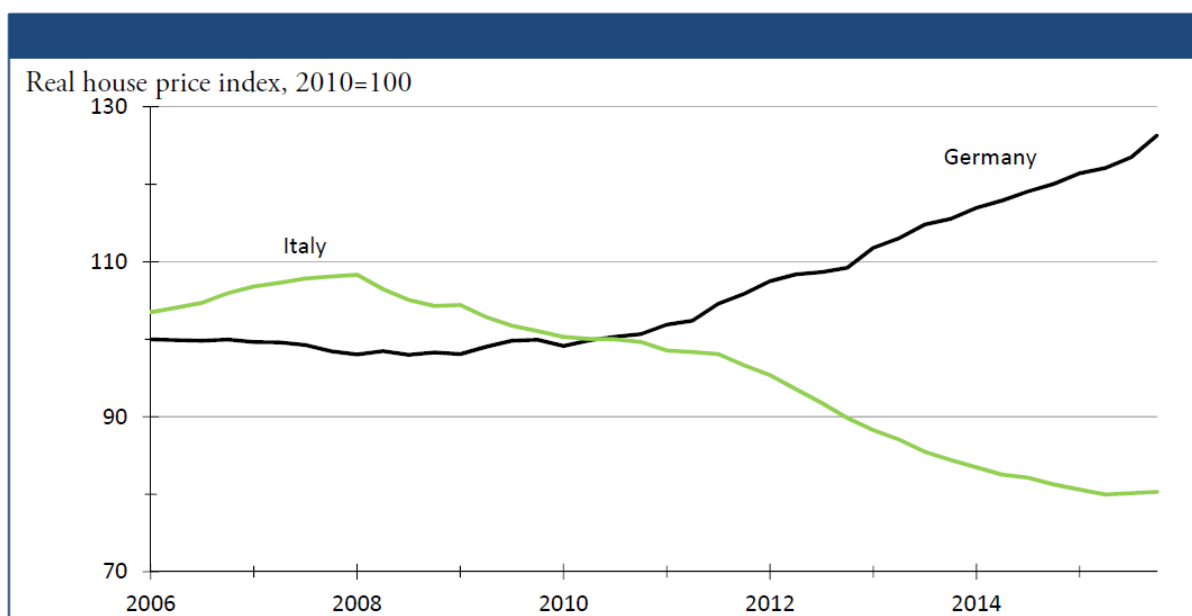
1. Betrachten Sie zunächst die beigefügte Graphik. Sie zeigt, daß die Immobilienwerte in Italien seit 2007 um rund 25% gefallen sind. Dieser Verlust in der Größenordnung 500 Mrd. Euro ist bereits eingetreten und bildet den makroökonomischen Hintergrund der Bilanzprobleme der italienischen Banken.
2. Wir sind uns einig, daß Bailouts partialanalytisch für die Gläubiger vorteilhaft sind. Dies gilt auch, so Ihr Hauptpunkt, für die betroffenen Teile der Realwirtschaft.
3. Hinsichtlich der general equilibrium Wirkungen erscheint die Abwägung zunächst weniger klar: Schulden werden von den Gläubigern auf die

Steuerzahler verschoben. Dies ist zunächst eine distributive Wertentscheidung.

4. Steuertheoretisch wirken Vermögensverluste bei Insolvenz aber wie lump sum taxes, die keine künftigen Verzerrungen erzeugen. Im Gegensatz hierzu müssen Bailouts letztlich über verzerrende Steuern auf laufende Wirtschaftstätigkeit finanziert werden.

5. Seit Ricardo und Henry George wissen wir, daß Steuern letztlich zum Teil am Grund und Boden hängen bleiben, egal in welcher Form sie erhoben werden. Damit wird das Problem perpetuiert. Am Versuch, einmalige riesige Vermögensverluste über Jahrzehnte durch Steuererhöhungen bzw. die notorischen "Primärüberschüsse" zu finanzieren, wird diese Spielart des Kapitalismus vermutlich scheitern.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg



Lieber Herr Hellwig,

in Ihrer Stellungnahme für den Bundestag hatten Sie geschrieben:

Sollte wieder einmal ein Problem des Typs HRE auftreten, so wird man ebenso wenig den Mut haben, die in diesem Gesetzentwurf enthaltenen Verfahren anzuwenden, wie man 2008 den Mut hatte, das KWG oder das Insolvenzrecht anzuwenden.

Das ist exakt meine Ansicht, und deshalb beteilige ich mich nicht an Debatten um Bankenrestrukturierung und Bankenunion. Beide Vorhaben lenken vom grundlegenden Problem ab, daß makroökonomische Verluste von irgendwem getragen werden müssen. Statt dessen wird partialanalytisch suggeriert, daß man solche Verluste durch Taschenspielertricks einfach verschwinden lassen kann. KWG und

Insolvenzordnung wären 2008 die einzig richtigen Instrumente gewesen, und das habe ich unter Verweis auf auf HRE und Cobra auch öffentlich vertreten.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Irgendwie muß hier Herrn Homburg zustimmen. Makroökonomische Risiken sind da, irgendwer muß sie halten, und, in der Tat: manchmal, so scheint es mir, wird das Thema bei diesen Regulierungsfragen übersehen, mit gefährlichen Folgen. Man kann nicht die Pensionsysteme sicher machen und die Banken sicher machen und alles sicher machen... irgendwer muß die Risiken halten.

Daher bin ich neugierig: wieviele namhafte Makro-Ökonomen, die sich auf dem Gebiet von aggregater Unsicherheit sowie asset pricing auskennen, sind denn eigentlich bei diesen politischen Regulierungszirkeln involviert? Wie sehr hat sich die Politik ernsthaft bemüht, diese Fachkompetenz einzubeziehen? Und wie scharf hat die Journalistenzunft nachgefragt, ob das auch passiert, oder haben die auch hier wieder einmal geschlafen?

Das ganze Ding wird dann uns wieder auf die Füße fallen, nach dem Motto, haben wir nicht vorhergesagt. Da kommt dann bestimmt wieder so ein Mayer-Zeitungsbeitrag, den kann ich jetzt schon selbst schreiben. Danke auch.

MfG,

Harald Uhlig

Lieber Harald,

nach langem Schweigen in dieser Runde kann ich bei diesen Aussagen nicht ganz still bleiben...

"Hat denn niemand an die gesamtwirtschaftlichen Folgen eines bail-in gedacht" ? und „irgendjemand muss die Risiken doch tragen?

Das sind kluge Fragen, über die in den einschlägigen (Finanzökonomen-) Kreisen seit dem Liikanen-Report von 2012, in dem die Bail-in-Philosophie (und das Trennbankenkonzept) in den Mittelpunkt gestellt wurde, heftig gestritten wird.

Der Grundgedanke ist dieser: Bail-in soll ein Minimum an Marktdisziplin sichern und zudem einen an den tatsächlichen Ausfallrisiken orientierten Preis für Fremdkapital schaffen. Durch Letzteres wird der Wert des „government put“ (d.h. die Kosten eines Too-big-to-fail) erheblich reduziert werden, so die Überlegung.

Wichtigster Einwand gegen die Praktikabilität dieses Gedankens: Wie kann man der Bail-In-Idee Glaubwürdigkeit geben - angesichts der Möglichkeit, dass andere Banken gerade dieses Bail-in Kapital halten könnten, so dass in einem Krisenfall der Versuch der Praktizierung von Bail-in durch Verlustübertragung auf andere Banken gerade den systemischen Risikoschock auslöst? Im Gefolge einer solchen Entwicklung, ja selbst wenn nur die Befürchtung einer solchen Entwicklung aufkommt, würde sich der Staat gezwungen sehen können, prophylaktisch einzugreifen und das betreffende Institut (bzw. dessen Gläubiger) zu retten.

Ein ebensolches Argument lässt sich entwickeln, wenn die Halter von Bail-in Kapital Kleinanleger sind, wie im Fall der italienischen Bank Etruria im Herbst 2015 geschehen, als sich ein Rentner umbrachte, der seine Ersparnisse in ertragstarke, vermeintlich sichere Bail-in Bonds investiert hatte und diese im Krisenfall der Bank vollständig verlor (bail-in).

Die Konsequenz aus dieser Überlegung ist einfach: Die Bankenaufsicht muss nicht nur dafür sorgen, dass Banken Bail-in Debt emittieren, sie muss auch dafür sorgen (dauerhaft sorgen), dass die Halter dieser Anleihen in der Lage sind, eine eventuelle Inhaftungnahme zu überstehen, ohne ihrerseits einen systemischen Risikoschock auszulösen.

Der ideale Investor ist demnach gut zu beschreiben: er ist ein institutioneller Investor, wie z.B. ein Pensionsfonds, ein Sovereign Wealth Fund, oder eine Lebensversicherung. Für alle drei gilt, dass sie Risiken professionell managen können, dass sie negative Fristentransformation betreiben. Aus Letzterem folgt, dass sie einen einmal erlittenen Vermögensschock (Bail-in) über viele Jahre in der Auswirkung auf die Auszahlungen „strecken“ können. Im Klartext: die Rentenansprüche der Lebensversicherten sinken über viele Jahre ein kleines Wenig. Hieraus ergibt sich auch, dass ein Run auf die Lebensversicherung nicht stattfinden wird, und nicht möglich ist, während dies bei einer Bank, die positive Fristentransformation betreibt, sofort der Fall wäre.

Die Lebensversicherung behandelt Bail-in Anleihen wie eine Police der Schadensversicherung: Sie bildet aus den auflaufenden Prämien eine Rückstellung in Höhe des möglichen Schadens, bevor Prämieinnahmen in die GuV als ausschüttungsfähige Erträge/Gewinne eingebucht werden können. Man beachte, dass die Lebensversicherten hier nicht „betrogen“ werden: Der sich am Markt im Gleichgewicht einstellende Bail-in-Anleihezins wird nicht nur die erwarteten Verluste, sondern auch eine ordentliche Risikoprämie abdecken - insgesamt ein gutes Geschäft für die Versicherung, insbesondere dann, wenn es ihr gelingt, das Ausfallrisiko der Bank durch aktive Governance-Aktivitäten zu senken. Letzteres ist der sogenannte „Debt holder activism“.

Nun haben wir ein Gesamtsystem, dass die richtigen Anreize mikroökonomisch setzt und zugleich eine gesamtwirtschaftliche Risikoallokation erkennen lässt. In dieser Allokation sind Pensionsfonds und Lebensversicherungen (u.Ä.) gewissermaßen die Säulen des Finanzsystems, ihr natürliches Überlebens- und Gewinninteresse schafft die Marktdisziplin, die Banken brauchen, um ein moderates Risikoprofil zu halten.

Damit all dies funktionieren kann, muss die Bankenaufsicht durchsetzen, dass Bail-in Anleihen von den „richtigen“ Investoren gehalten werden.

Mit dieser Forderung beschäftige ich mich seit dem Liikanen-Reprt auch in politikberatender Hinsicht intensiv. Dass es hier erhebliche Widerstände seitens einiger Interessengruppen gibt, wird niemanden verwundern.

Ich hänge ein Papier an, dass diese Gedanken mit weiteren Einzelheiten zusammenfasst.

Beste Grüße,

Jan (Krahn)

Lieber Herr Homburg,

Sie waren der einzige, der in 2008 klare Haltung an den Tag gelegt hat.

Dafür gehört Ihnen das Bundesverdienstkreuz, falls Sie es nicht schon haben.

Viele Grüße

Charles Blankart

Lieber Herr Krahn,

in Ihrem lesenswerten Beitrag findet sich ähnlich wie in Herrn Hellwigs BT-Stellungnahme eine Prämisse, die das eigentliche polit-ökonomische Problem umgeht. Ich zitiere:

"[A] positive role for bail-in is tied to a strict precondition: the credibility of a future bail-in needs to be actively designed and monitored."

Nun kann man in der Theorie natürlich relevante Probleme ausschließen; das machen wir beim Modellbau ja alle. Als wirtschaftspolitische Beratung ist das aber ein Glasperlenspiel: Die "banking resolution" ist für den Kapitalmarkt genauso wenig glaubwürdig wie seinerzeit das Bailout-Verbot. Vielleicht finden Sie dieses Urteil etwas hochnäsiger. Weiter unten haben ich ein Zitat aus einem Aufsatz angefügt, den ich vor 20 Jahren geschrieben hatte und von dem ich nicht eine Silbe zurücknehmen muß.

Harald Uhlig hat Recht mit der Warnung davor, daß uns unsere ganze Analyse später auf die Füße fällt, wenn wir anreiz- und makrotheoretische Gesichtspunkte ausschließen und uns für politische Charaden einspannen lassen.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

"Die europäische Einigung und ein dauerhafter Friede in Europa – das sind politische Ziele, für die wohl jeder einen Preis zu zahlen bereit ist. Mit der Abschaffung der Binnenzölle und der Errichtung des Gemeinsamen Marktes hat dieser Einigungsprozeß nicht nur politische, sondern auch klare wirtschaftliche Vorteile für alle Beteiligten erbracht. ... [Jedoch führt] der Vertrag von Maastricht unvermeidlich in eine Inflations- und Verschuldungsgemeinschaft, gegen die sich die Bürger auf Dauer mit ebenso radikalen Mitteln wehren werden. Schon jetzt hat Maastricht mehr Straßenschlachten erzeugt als jeder andere völkerrechtliche Vertrag. Für die Europäische Union ergäbe sich damit ein ähnliches Schicksal, wie es die UdSSR und zahlreiche andere Staaten erlebten – die Währungsunion wäre ein erster Schritt in ein europäisches Desaster."

Lieber Herr Homburg,

mal ehrlich: auf die Inflation, die Sie damals heraufbeschworen haben und die ich damals auch befürchtet hatte, warten wir jetzt allerdings schon seit 16 Jahren, trotz einer vorher unvorstellbaren Ausweitung der Notenbankbilanzen. Vielleicht kommt sie ja noch, das will ich nicht ausschliessen. Aber „unvermeidlich“ ist sie nach der bisherigen Erfahrung nicht.

Und eine Verschuldungsgemeinschaft haben wir allenfalls in sehr begrenztem Umfang. Meinen Sie wirklich, eine deutsche Regierung würde fuer die Staatsschulden der Italiener einstehen? Sie koennen jetzt sagen, das geschieht durch die Hintertuer der EZB-Bilanz. Aber das gilt nur (teilweise), wenn Italien aus der Waerungsunion aussteigt und die Bundesbank auf ihren Target-2 Forderungen sitzenbleibt.

Was die Hoehe der Staatsverschuldung angeht, so ist diese in Japan, den USA und the UK sogar noch staerker gestiegen als im Euroraum. Am Euro kann es also eigentlich nicht liegen.

Vielleicht bekommen wir das „europaeische Desaster“ das Sie voraussehen eher weil wir eben keine Inflations- und Schuldengemeinschaft haben. Etwas hoehere Inflation schmiert das Getriebe, sorgt fuer gute Stimmung weil Nominal-Illusion weit verbreitet ist, und macht auch die Schulden tragbarer. Und wer Angst vor der Inflation hat, kann sich derzeit billig mit Hilfe inflationsgeschuetzter Anleihen dagegen versichern.

Beste Gruesse,

Joachim Fels

Lieber Herr Homburg,

in meinem Beitrag habe ich versucht, in einzelnen Schritten und ohne Leerstelle aufzuzeigen, wie diese „Glaubwürdigkeit“ (die bei einer Modellierung also Anreizkompatibilität, Zeitkonsistenz oder Teilspielperfektheit heissen könnte) durch einen Institutionenaufbau im Kontext der europäischen Politikgestaltung tatsächlich erreicht werden kann. Dass dieses „Gesamtkunstwerk“ an mindestens einer Stelle noch vervollständigt werden muss, habe ich dabei in den Mittelpunkt meiner

Argumentation gestellt: es handelt sich hier um die Durchsetzung einer Halterestriktion für Investoren, wie in meiner vorangegangenen Mail und den dort angehängten Texten erläutert.

Es mag weitere Schwachstellen geben, an denen wir im Sinne eines „institutional engineering“ und auf der Basis unserer zwischenzeitlichen Erfahrungen intensiv und gemeinsam arbeiten sollten.

Ich bin sehr bewusst, dass dies eine feinmechanische, und daher auch wenig glamouröse Arbeit ist. Aber von groben Entwürfen und allgemein gehaltenen Forderungen (und damit zu oft verbundenen Fehleinschätzungen) wird die europäische Finanzwelt nicht besser werden.

Ich hoffe, hiermit ist deutlich geworden, dass die von Ihnen zitierte Formulierung einer "Prämisse der Glaubwürdigkeit" eben nicht bedeutet, dass in meiner Argumentation (oder in diesem Sinne die ähnlich denkenden Verantwortlichen in der Europäischen Kommission) die Funktionsfähigkeit des Bail-in Tools schlicht vorausgesetzt wird - sondern ganz im Gegenteil, ich versuche deutlich zu machen (auch in diesem Blog), dass für eine ex-ante Glaubwürdigkeit der Bail-in Regel bestimmte Vorbedingungen erfüllt werden müssen; Vorbedingungen, die in der Realität des Jahres 2016 immer noch nicht erfüllt sind.

Daher mündet meine Argumentation auch in einige präzise Forderungen (oder Vorschlägen), die an Fachpolitik und eine engagierte Öffentlichkeit gerichtet sind.

Ich würde mich freuen, eine Sachdiskussion zu den Details der BRRD-Umsetzung führen zu können; mit einer von der Sachthematik losgelösten Debatte über die Rolle von Prämissen beim Modellbau hat das allerdings kaum etwas zu tun.

Mit freundlichen Grüßen,

Jan Krahn

12.7.16

Lieber Herr Homburg,

aufgrund meiner gestrigen Reise nach Brüssel komme ich erst jetzt dazu, auf diese Mail von Ihnen an Herrn Demary zu antworten. Ich habe damit zwei Probleme:

1. Ihr Verweis auf Wertverluste bei Immobilien ist mir zu pauschal. Der Anteil der Immobilienfinanzierungen in italienischen Bankbilanzen liegt bei ca. 20%, das käme auf insgesamt ca. 700 Mrd. €. Laut European Mortgage Federation machen Hypothekarkredite auf Wohnimmobilien ca. 350 Mrd. € aus. Wenn ich die von Ihnen genannten 500 Mrd. € an Verlusten = 25% Verlust hochrechne, komme ich auf Immobilienwert per 2007 von 2,5 Billionen €. Entweder ist ein

erheblicher Teil der Immobilienfinanzierungen an den Banken vorbeigelaufen, oder es gab (und gibt) erhebliche Eigenkapitalpositionen. So oder so kann man die von Ihnen behaupteten 500 Mrd. € an Verlusten an Immobilien nicht einfach den Banken zurechnen. Soweit es sich um Bewertungsverluste bei selbst bewohnten Immobilien mit hoher Eigenbeteiligung handelt, sind die Gläubigerbanken gar nicht betroffen, und selbst für die Eigentümer spielen die Bewertungsverluste keine Rolle, wenn sie ohnehin vorhatten, weiter in den Immobilien zu wohnen. Ich möchte Sie daher bitten, Ihre Bemerkung zum Zusammenhang von Immobilienpreisen und Bankenkrise etwas zu konkretisieren.

Wenn man die Berichte von Banken und anderen Anlageberatern zu italienischen Wohnhypothekenverbriefungen ansieht, hat man auch nicht gerade den Eindruck, dass der Schuldendienst zusammengebrochen ist. Gewiss liegen sowohl early arrears als auch arrears, die über 90 Tage hinausgehen, über den entsprechenden Zahlen für Deutschland oder auch für Italien in besseren Zeiten, doch geben sie keine Hinweise auf Verluste in der Größenordnung, die in der Bankenkrise zur Diskussion steht. Allerdings dürfte bei variabel verzinslichen Hypotheken der Schuldendienst derzeit niedrig sein, das gehört zu dem Thema, das Herr Mayer am letzten Sonntag und ich schon im Frühjahr letzten Jahres angesprochen hatte.

Eine alternative Hypothese würde auf die Unternehmenskredite abstellen, vor allem im SME-Bereich. Da soll es schon vor 2010 viele Leichen in den Büchern gegeben haben, u.a. wegen der Strukturprobleme der italienischen Wirtschaft in einer Phase, in der das Vordringen vor allem chinesischer Anbieter die Wettbewerbsposition vieler italienischer Unternehmen verschlechtert hat. Die seitherige Entwicklung war da auch nicht hilfreich.

Da kann es auch Rückwirkungen auf den Immobilienbereich geben, z.B. bei Immobilien, die als Sicherheiten für Unternehmenskredite dienen, oder bei Privatpersonen, die aufgrund der Krise kein Einkommen mehr haben.

Die Aussage, dass die Immobilienpreisentwicklung den makroökonomischen Hintergrund zur Bankenkrise abgebe, trifft diese Zusammenhänge allerdings nicht.

2. Im theoretischen Teil Ihrer Antwort an Herrn Demary gehen Sie nicht auf pekuniäre externe Effekte ein. Vielleicht verlassen Sie sich auf die Lehrbuchaussage, pekuniäre externe Effekte seien wohlfahrtstheoretisch irrelevant, doch wäre hier zu bedenken, dass diese Lehrbuchaussage nur gilt, wenn wir vollkommenen Wettbewerb und ein vollständiges Marktsystem à la Arrow-Debreu haben, in der Realität also praktisch nie. Ich wäre interessiert zu erfahren, was Sie zu diesem Thema zu sagen haben.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Lieber Herr Homburg,

Ihre Zitierweise ist bemerkenswert. Der von Ihnen zitierte Satz bezog sich auf den 2010 von der Bundesregierung eingebrachten Gesetzesentwurf. Es ist schön, dass Sie wie ich der Auffassung waren und sind, dass dieser Entwurf nichts taugte, aber ich verstehe nicht, warum Sie das nicht gesagt haben.

Oder sind Sie der Auffassung, dass in unserer von Lobbyismus beherrschten Demokratie, wohlgerne unserer deutschen Demokratie, ein Wissenschaftler eh kein Gehör bekommt und es für ihn daher Besseres zu tun gibt. Ich bin da anderer Auffassung und meine, dass ich als ein aus öffentlichen Mitteln bezahlter Wissenschaftler mich auch dann äußern sollte, wenn ich weiß, dass die Politik nicht zuhört. Aber Sie haben wohl Besseres zu tun.

Im konkreten Fall war meine Aussage nicht, dass man die Hoffnung auf ein vernünftiges Restrukturierungsverfahren aufgeben sollte, sondern dass man durch bestimmte Änderungen die Funktionsfähigkeit des Verfahrens und damit seine Glaubwürdigkeit deutlich verbessern könnte. Die Engländer hatten das ja schon vorgemacht, und auch Dodd-Frank in den USA war deutlich besser. Am Rande vermerkt: Auch die europäische Richtlinie ist - trotz massiver Interventionen aus Berlin und Paris (und massiver verbleibender Probleme - noch deutlich besser als das deutsche Gesetz von 2010.

Der weitere Text Ihrer Mail wirft weitere Probleme auf:

1. Sie unterstellen, dass das Ausmaß der Verluste gegeben ist. Diese Annahme ist kontrafaktisch. Jeder, der mit solchen Problemen zu tun hat, weiß, dass die Prozeduren ankommen. Dass die S&L Krise in den USA den Steuerzahler am Ende "nur" 124 Mrd. \$ gekostet hat (wozu noch die \$29 Mrd. aus dem Einlagensicherungsfonds zu rechnen wären), liegt daran, dass man sich mit der Realisierung der Aktiva viel Zeit lassen konnte. Um 1990 war von 600 bis 800 Mrd. \$ an Kosten die Rede.

2. Jeder, der sich auskennt, weiß auch, dass das Insolvenzrecht den Besonderheiten von Banken zu wenig Rechnung trägt. Das beginnt mit dem Problem der Liquidität. Im normalen Insolvenzverfahren ist das kein Problem, denn neue Geldgeber erhalten Vorrang vor den alten. Sie sind bereit, Geld zur Verfügung zu stellen, weil die Masse insgesamt relativ zum Finanzierungsbedarf hinreichend groß ist. Bei Banken hat man da ein Problem, denn der laufende Liquiditätsbedarf ist hoch in Relation zur Bilanzsumme. Aus diesem Grund sehen die USA die Möglichkeit zwischenzeitlicher Liquiditätskredite durch die Treasury vor.

3. Ihre Mail scheint zu sagen, dass Sie es völlig angemessen fanden, Lehman in Konkurs gehen zu lassen, und dass Sie es besser gefunden hätten, wenn auch AIG, Fannie und Freddie, Citi, Merrill-Lynch etc. in Konkurs gegangen wären. Ich finde das sehr interessant.

4. Ihre Aussage, dass "makroökonomische Verluste von irgendjemandem getragen werden müssen", scheint zu unterstellen, dass die Höhe dieser Verluste vorgegeben ist und nicht vom weiteren Verfahren abhängt. Diese Annahme ist kontrafaktisch. Der durch die Lehman-Insolvenz und den nachfolgenden Run auf die Geldmarktfonds induzierte Zusammenbruch der Geldmärkte hat auch Banken betroffen, die zu diesem Zeitpunkt als solvent angesehen werden konnten. Dass HRE insolvent wurde, lag ja nicht an den Ereignissen von 2008, sondern an den nachherigen Verlusten auf europäische Staatsschuldtitel. Und bei Aareal - Bank, die auch betroffen war und Bundeshilfe in Anspruch nahm, gab es zu keinem Zeitpunkt Zweifel bezüglich der Solvenz; die Kosten des Lehman-Konkurses für die Bank waren trotzdem sehr hoch. Ich weiß, dass Sie nur die wissenschaftlichen Arbeiten zur Kenntnis nehmen, die Sie glauben, aber wenn Sie so apodiktisch behaupten, dass die Höhe der Verluste gegeben ist, ohne das zu begründen, begegnet das einigem Kopfschütteln.

5. Ich interpretiere Ihre Mail als die lange geforderte Antwort auf die Frage, wie Sie die Ereignisse von 1931 beurteilen. Offensichtlich finden Sie es skandalös, dass die Reichsbank einen Monat lang die Großbanken stützte, und sind zufrieden, dass diese Unterstützung im Juli 1931 beendet werden musste. Warum sagen Sie das nicht explizit?

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Lieber Herr Hellwig,

seit einiger Zeit greifen Sie nicht meine Thesen an, sondern konstruieren Pappkameraden, um diese zu widerlegen. Diese Art Selbstgespräch kommentiere ich - wie bisher - nicht. Ihre parallele Email zu Italien ist sachbezogen, deshalb werde ich darauf antworten.

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

P.S.: Fünf Beispiele nur aus dieser Email:

"Oder sind Sie der Auffassung ..."

"Sie unterstellen, dass das Ausmaß der Verluste gegeben ist.." (Wo?)

"Ihre Mail scheint zu sagen ..."

"Ihre Aussage ... scheint zu unterstellen ..."

"Ich interpretiere Ihre Email ..."

Lieber Herr Homburg,

wenn Sie sich an den relativierenden Einräumungen meiner Mail stören, dann das Ganze noch einmal direkt:

1. Ihre Berufung auf meine BT-Stellungnahme ist irreführend. Sie übergehen den Umstand, dass der zitierte Satz sich auf einen ganz bestimmten Gesetzentwurf bezog. Die von Ihnen vorgenommene Generalisierung ist illegitim.

2. Ich bleibe dabei, dabei, dass in den Sätzen: "Beide Vorhaben lenken vom grundlegenden Problem ab, daß makroökonomische Verluste von irgendwem getragen werden müssen. Statt dessen wird partialanalytisch suggeriert, daß man solche Verluste durch Taschenspielertricks einfach verschwinden lassen kann." die Höhe der Verluste als gegeben unterstellt wird und die Gestaltbarkeit der Höhe der Verluste negiert wird. Ich bleibe auch bei der Aussage, dass diese Einschätzung kontrafaktisch ist. Wenn Sie das für eine Fehlinterpretation halten, bitte ich um eine genauer Erklärung.

3. Zum Satz "KWG und Insolvenzordnung wären 2008 die einzig richtigen Instrumente gewesen" habe ich einige, wie ich meine, durchaus sachliche Gegenargumente gegeben. Sie haben diesen Satz ohne Begründung in den Raum gestellt. Wenn Sie eine Auseinandersetzung mit meinen Gegenargumenten ablehnen, ziehe ich den Schluss, dass Sie nichts weiter dazu zu sagen haben.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Lieber Herr Hellwig,

Am 12.07.2016 um 12:22 schrieb Martin Hellwig:

Lieber Herr Homburg,

wenn Sie sich an den relativierenden Einräumungen meiner Mail stören, dann das Ganze noch einmal direkt:

1. Ihre Berufung auf meine BT-Stellungnahme ist irreführend. Sie übergehen den Umstand, dass der zitierte Satz sich auf einen ganz bestimmten Gesetzentwurf bezog. Die von Ihnen vorgenommene Generalisierung ist illegitim.

2. Ich bleibe dabei, dabei, dass in den Sätzen: "Beide Vorhaben lenken vom grundlegenden Problem ab, daß makroökonomische Verluste von irgendwem getragen werden müssen. Statt dessen wird partialanalytisch suggeriert, daß man solche Verluste durch Taschenspielertricks einfach verschwinden lassen kann." die Höhe der Verluste als gegeben unterstellt wird und die Gestaltbarkeit der Höhe der Verluste negiert wird. Ich bleibe auch bei der Aussage, dass diese Einschätzung kontrafaktisch ist. Wenn Sie das für eine Fehlinterpretation halten, bitte ich um eine genauer Erklärung.

Ob 1929, 1987, 1991 oder 2007: Am Anfang der Kausalkette standen jeweils makroökonomische Vermögenseinbußen infolge Aktien- oder Immobilienmarktcrashes. Hierdurch verminderten sich die Werte von Sicherheiten und gerieten dann Banken in Schieflage. Sei V der anfängliche Verlust und ϵ ein zusätzlicher Verlust bei ungeeigneter Ausgestaltung von Insolvenzverfahren, $V + \epsilon$ also der Gesamtverlust. Ich verstehe Sie so, daß Sie ϵ minimieren wollen. Dessen ungeachtet bleibt V . Im Fall der USA 2007-09 lag V bei 10 Bio. Dollar und im Fall Japan 1991-92 bei vier BIPs. Diese Makro-Verluste müssen von irgendwem getragen werden. Feinmechanik bei ϵ , wie Herr Krahn es so schön nannte, ändert daran nichts.

3. Zum Satz "KWG und Insolvenzordnung wären 2008 die einzig richtigen Instrumente gewesen" habe ich einige, wie ich meine, durchaus sachliche Gegenargumente gegeben. Sie haben diesen Satz ohne Begründung in den Raum gestellt. Wenn Sie eine Auseinandersetzung mit meinen Gegenargumenten ablehnen, ziehe ich den Schluss, dass Sie nichts weiter dazu zu sagen haben.

Der Satz hat zunächst die unschuldige Bedeutung, daß wir 2008 nichts anderes hatten als KWG und InsO. Glaubwürdigkeit wäre dann erlangt worden, wenn man diese Instrumente auch angewandt hätte. Sie schreiben hierzu ganz unschuldig: **"Jeder, der sich auskennt, weiß auch, dass das Insolvenzrecht den Besonderheiten von Banken zu wenig Rechnung trägt."** Ah ja, wußte man das 2008 trotz Herstatt, Continental Illinois, Savings and Loans etc. pp. nicht? Haben Sie persönlich vor 2008 ein "Insolvenzrecht light" für Banken gefordert?

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Hellwig,

meine Antworten sind unten eingearbeitet.

Am 12.07.2016 um 10:35 schrieb Martin Hellwig:
Lieber Herr Homburg,

aufgrund meiner gestrigen Reise nach Brüssel komme ich erst jetzt dazu, auf diese Mail von Ihnen an Herrn Demary zu antworten. Ich habe damit zwei Probleme:

1. Ihr Verweis auf Wertverluste bei Immobilien ist mir zu pauschal. Der Anteil der Immobilienfinanzierungen in italienischen Bankbilanzen liegt bei ca. 20%, das käme auf insgesamt ca. 700 Mrd. €. Laut European Mortgage Federation machen Hypothekarkredite auf Wohnimmobilien ca. 350 Mrd. € aus. Wenn ich die von Ihnen genannten 500 Mrd. € an Verlusten = 25% Verlust hochrechne, komme ich auf Immobilienwert per 2007 von 2,5 Billionen €. Entweder ist ein erheblicher Teil der Immobilienfinanzierungen an den Banken vorbeigelaufen, oder es gab (und gibt) erhebliche Eigenkapitalpositionen. So oder so kann man die von Ihnen behaupteten 500 Mrd. € an Verlusten an Immobilien nicht einfach den Banken zurechnen. Soweit es sich um Bewertungsverluste bei selbst bewohnten Immobilien mit hoher Eigenbeteiligung handelt, sind die Gläubigerbanken gar

nicht betroffen, und selbst für die Eigentümer spielen die Bewertungsverluste keine Rolle, wenn sie ohnehin vorhatten, weiter in den Immobilien zu wohnen. Ich möchte Sie daher bitten, Ihre Bemerkung zum Zusammenhang von Immobilienpreisen und Bankenkrise etwas zu konkretisieren.

1. Betrachten Sie zur Einstimmung die beigelegte Graphik mit US-Daten. Sie zeigt: Hypothekenkredite sind der dominante Posten, Auto- oder Studentenkredite fallen makroökonomisch kaum ins Gewicht. Dies ist konsistent mit den National Accounts, denen zufolge Immobilien rund 95% des nichtfinanziellen Vermögens ausmachen.

2. Wertverluste bei Immobilien kann man natürlich nicht einfach den Banken zurechnen, da stimmen wir überein. In letzter Zeit liest man immer wieder von non-performing loans, die in Italien 360 Mrd. Euro ausmachen sollen. Dieser Betrag liegt deutlich unter dem oben zitierten Wertverlust von 500 Mrd. Euro.

3. Mit Hypothekarkrediten auf Wohnimmobilien erwischt man nur einen Teil der makroökonomisch relevanten Summe. Erstens sind auch gewerbliche Immobilien beliebt. Zweitens können Hypothekarkredite nach Verbriefung aus der Bilanz verschwinden und dann unter Securities indirekt wieder auftauchen.

Wenn man die Berichte von Banken und anderen Anlageberatern zu italienischen Wohnhypothekenverbriefungen ansieht, hat man auch nicht gerade den Eindruck, dass der Schuldendienst zusammengebrochen ist. Gewiss liegen sowohl early arrears als auch arrears, die über 90 Tage hinausgehen, über den entsprechenden Zahlen für Deutschland oder auch für Italien in besseren Zeiten, doch geben sie keine Hinweise auf Verluste in der Größenordnung, die in der Bankenkrise zur Diskussion steht. Allerdings dürfte bei variabel verzinslichen Hypotheken der Schuldendienst derzeit niedrig sein, das gehört zu dem Thema, das Herr Mayer am letzten Sonntag und ich schon im Frühjahr letzten Jahres angesprochen hatte.

Neben Immobilienkrediten (und Staatsanleihen) gibt es keine weiteren Anlageklassen, die ins Gewicht fallen. Zum Zahlungsverzug: Bank und Kreditnehmer können derzeit eine Pareto-Verbesserung aushandeln, die das Problem verschleiern. Dabei stellt die Bank den Kredit tilgungsfrei und bietet (modellhaft) einen Zinssatz von Null an. Im Ergebnis zahlt der Kunde nichts, weil aber die (Null-) Zinsen bedient werden, muß die Bank nicht abschreiben und kann damit eine Schmälerung ihres Tier1-capital abwenden.

Eine alternative Hypothese würde auf die Unternehmenskredite abstellen, vor allem im SME-Bereich. Da soll es schon vor 2010 viele Leichen in den Büchern gegeben haben, u.a. wegen der Strukturprobleme der italienischen Wirtschaft in einer Phase, in der das Vordringen vor allem chinesischer Anbieter die Wettbewerbsposition vieler italienischer Unternehmen verschlechtert hat. Die seitherige Entwicklung war da auch nicht hilfreich.

Da kann es auch Rückwirkungen auf den Immobilienbereich geben, z.B. bei Immobilien, die als Sicherheiten für Unternehmenskredite dienen, oder bei Privatpersonen, die aufgrund der Krise kein Einkommen mehr haben.

Genau. Die Hauspreisstatistiken sind zwar aktuell, weshalb ich sie gern verwende, betreffen aber nur ein Marktsegment. Aus den Z.1-Statiken der Fed entnehme ich, daß Haushalte und Unternehmen über "Real Estate" in ähnlicher Größenordnung verfügen, nämlich 22 versus 20 Billionen Euro. Makroökonomisch sind die Häuser der privaten Haushalte nur die halbe Miete.

Die Aussage, dass die Immobilienpreisentwicklung den makroökonomischen Hintergrund zur Bankenkrise abgebe, trifft diese Zusammenhänge allerdings nicht.

Daß Bankenkrise regelmäßig Folge von Immobilienkrise sind, ist keine fixe Idee von mir, sondern in der Literatur weithin anerkannt, siehe etwa Liu, Z., P. Wang and T. Zha (2013) Land-Price Dynamics and Macroeconomic Fluctuations. *Econometrica* 81: 1147-1184. Frage an Sie: Woher sollen systemische Bankenkrise denn sonst kommen, wie lautet Ihre Gegenthese?

2. Im theoretischen Teil Ihrer Antwort an Herrn Demary gehen Sie nicht auf pekuniäre externe Effekte ein. Vielleicht verlassen Sie sich auf die Lehrbuchaussage, pekuniäre externe Effekte seien wohlfahrtstheoretisch irrelevant, doch wäre hier zu bedenken, dass diese Lehrbuchaussage nur gilt, wenn wir vollkommenen Wettbewerb und ein vollständiges Marktsystem à la Arrow-Debreu haben, in der Realität also praktisch nie. Ich wäre interessiert zu erfahren, was Sie zu diesem Thema zu sagen haben.

Man kann jedes Standardargument mit "externen Effekten" aufdröseln, auch das Argument, Pauschalsteuern seien verzerrenden Steuern wohlfahrtsökonomisch überlegen. Um dies zu einem interessanten Punkt zu machen, müßte man zeigen, warum die mit Pauschalsteuern verbundenen externen Effekte jene überwiegen, die mit verzerrenden Steuern einhergehen. Weil mir dazu nichts Konkretes einfällt, halte ich am Standardargument fest.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

13.7.16

Lieber Herr Fels,

Sie haben Recht mit Ihrem Einwand zur Inflation. Ich hatte den Bezugstext vor 20 Jahren unter dem Einfluß der damals allgemein akzeptierten Thesen von Friedman und Schwartz geschrieben. Noch 2011 haben wir alle geglaubt, man könne per Ausweitung der Geldbasis die Inflation ankurbeln, und IMF-Chefvolkswirt Blanchard hatte das sogar explizit empfohlen. Inzwischen habe ich mit dem Kreditrationierungsmodell tätige Reue geleistet und gelernt, daß Inflation nicht durch Geld erzeugt wird, sondern durch Kredit. Wenn das Kreditlimit irgendwann verschwindet, gibt es bei der Inflation Nachholbedarf.

Hinsichtlich der Verschuldungsgemeinschaft möchte ich aber auf die seit 2010 geschaffenen Institutionen wie EFSM, EFSF und ESM hinweisen, die die EZB-Maßnahmen wie SMP, OMT und QE ergänzen. Ich halte es für gut möglich, daß die italienischen Banken demnächst aus dem ESM Steuermittel erhalten. Aber selbst wenn nicht, ist die Verschuldungs- und Haftungsgemeinschaft unzweifelhaft weit fortgeschritten. Wegen der juristischen Spitzfindigkeiten,

die auch in unserer Runde zum Thema "Rechtsbruch" geäußert werden, habe ich zur Erinnerung das CDU-Plakat aus 1999 angehängt. Dieses definierte den Erwartungshorizont der Wähler durch ein glasklares Versprechen.

Interessant finde ich, daß der Ecofin nun erstmals Sanktionen für Portugal erwägt. Immerhin lag Portugals Defizitquote sei 20 Jahren NIEMALS unter 3 Prozent, ohne daß der Ecofin Handlungsbedarf sah. Könnte diese überraschende Wende, so überlege ich hier einmal laut, mit dem Brexit zusammenhängen, also mit der Sorge, daß bei Überspannung der Haftungsgemeinschaft auch andere von der Fahne gehen, etwa Niederländer oder Finnen?

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg



Lieber Herr Homburg,

Ich möchte nochmals darauf hinweisen, dass Ihre Ausrede zu der falschen Einschätzung der Inflationsentwicklung in den vergangenen Jahren nicht akzeptabel ist. Die „allgemein akzeptierten Thesen von Friedman und Schwartz“ waren damals so richtig wie sie heute sind, man muss sie eben nur verstehen. Das ist auch nicht schwer, wenn man sich die Mühe macht, die 13 Seiten des angehängten Beitrages von Friedman und Schwartz aus dem Jahr 1965 zu lesen.

Das Problem ist, dass Sie (und andere) die Thesen von Friedman und Schwartz gar nicht verstehen wollen oder rundweg ablehnen, weil diese Thesen in Finanzkrisenzeiten zu Politikimplikationen führen, die Ihnen radikal widersprechen (siehe Anhang). Deshalb ignorieren Sie, dass Friedman und Schwartz die Geldbasis einschließlich der Überschussreserven ansehen und den Anstieg der Überschussreserven in einer Finanzkrise – korrekterweise - als Ausdruck einer Überschussnachfrage nach Zentralbankgeld interpretieren, auf die die Zentralbank reagieren muss, um Deflation und Depression zu vermeiden. Genau das ist 2008-2012 passiert, und deshalb war auf der Basis von Friedman und Schwartz von „Inflation ankurbeln“ auch nie die Rede. Monetaristisch geprägte Ökonomen haben weder mit der Fed- noch mit der EZB Geldpolitik der letzten Jahre ein grundsätzliches Problem. Ökonomen, die diese Zusammenhänge kannten, haben der Inflationsphobie im Deutschland der Jahre 2011/2012 daher auch eindeutig widersprochen. Aber sie

haben ja nur recht gehabt, wo es doch – so lerne ich in dieser Runde - genügt, einfach eine „klare Haltung“ zu zeigen.

Mit freundlichen Grüßen,

Adalbert Winkler

Lieber Herr Winkler,

weil Sie spät zu dieser Diskussion gestoßen sind, will ich eines für Sie zurechtrücken: Weder verteidige ich die Fed **1929-32**, noch habe ich die EZB-Politik **2008-2009** attackiert. Ganz im Gegenteil habe ich das Agieren der EZB in der Finanzkrise gelobt. Zugleich vertrete ich die Ansicht, daß die **späteren** Geldmengenexpansionen von Fed und EZB geldpolitisch nutzlos waren.

Ihrer These zufolge sind die Überschußreserven im Euroraum zwischen 2008 und 2012 infolge einer erhöhten **Nachfrage** nach Reserven gestiegen, die von der EZB befriedigt wurde.

Meiner These zufolge sind die Reserven aufgrund höheren **Angebots** der EZB gestiegen.

Wie kann man diese beiden Thesen nun empirisch unterscheiden, damit sie nicht bloße Behauptungen bleiben? Natürlich an ihren Wirkungen auf den Preis, im Euroraum also die Main Refinancing Rate. Sie mißt den Wert der marginalen Reserve aus Sicht der Geschäftsbanken. Zwischen September 2008 und heute ist die Main Refinancing Rate von 4.25 auf 0.05 Prozent gefallen. Parallel dazu sind die Überschußreserven von Null auf über 60 Prozent des BIP der Eurozone gestiegen. Dies spricht für eine Angebots- und gegen eine Nachfrageausweitung.

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg,

ich habe gar nicht behauptet, dass Sie die Fed 1929-32 verteidigt und die EZB 2008-2009 attackiert haben. Insofern braucht auch nichts zurecht gerückt zu werden. Es geht auch nicht um Ihre oder meine These zu den Gründen der Ausweitung der Überschussreserven. Es geht allein darum, dass Sie in Ihrem mail an Herrn Fels Ihre falsche Inflationsprognose im Jahr 2011 mit einer anscheinend falschen, auf Friedman-Schwartz zurückgehenden Theorie begründen bzw. erklären, der man bis dato anhing. Ich sage, dass dies falsch ist. Denn gerade wenn man Friedman-Schwartz ernst genommen hätte, wäre man gar nicht auf den Gedanken gekommen, dass die tatsächlich praktizierte Geldpolitik inflationär wirken würde (wie Sie und andere es angenommen haben), und zwar weder 2008-2009, noch 2011-2012. Insofern braucht man auch kein Kreditrationierungsmodell, um zu erklären, dass es in diesen Jahren zu keiner Inflation kam. Man braucht nur Friedman/Schwartz lesen (was einige von uns getan haben, und deshalb 2011/2012 den Inflationswarnungen und – befürchtungen entgegen getreten sind). Und um dies zu belegen, habe ich den Beitrag als Anlage

versandt. Es wäre schön, wenn Sie auf Argumente eingehen würden, mit denen man auf von Ihnen vorgebrachte Thesen reagiert.

Davon unberührt bleibt, dass seit März 2015 die Geldbasis und die Überschussreserven wegen QE, also geldpolitisch gewollt steigen (also nicht wegen einer durch eine Finanzkrise ausgelösten Überschussnachfrage nach Zentralbankgeld). Das dürfte ziemlich unbestritten sein. Im letzten Teil Ihrer letzten Mail verwechseln Sie aber Ursache und Wirkung: die EZB sah sich mit dem Zero Lower Bound konfrontiert, das heißt mit einer Situation, in der (aus Sicht der EZB) eine Zinssenkung angebracht gewesen wäre, um dem Ziel Preisstabilität gerecht zu werden, diese aber nicht oder nur sehr schwer möglich war, weil der Zins schon Null betrug. Deshalb hat die EZB, dem Beispiel der Fed und anderer Zentralbanken folgend, QE eingeführt.

Das kann man ja alles kritisieren; auch dahingehend, dass es geldpolitisch nichts oder wenig bringt. Nur steht die Ausweitung der Geldbasis seit März 2015 in keinem Zusammenhang mit der Zinssenkung von 4,25% im September 2008 auf 0,05 Prozent (die Überschussreserven sind ja nicht sukzessive mit sinkenden Refinanzierungszinssätzen gestiegen, wie Sie es mit dem Begriff „Parallel“ suggerieren), sondern ist allein auf die *Ersetzung* des Zinsinstruments – mangels Verfügbarkeit – durch eine auf Quantitäten setzende Geldpolitik zurückzuführen. Wenn die EZB diesen Beschluss nicht gefällt hätte, wären ceteris paribus die Überschussreserven – unabhängig von der Zinssenkung von 4,25 auf 0 Prozent – da, wo sie im März 2015 waren, also viel niedriger als heute.

[Vor dem März 2015, das hatte ich ausführlich in unserem früheren Mail-Austausch ausgeführt, war die Geldbasis (und damit auch die Überschussreserven) nach Verkündung des OMT praktisch wieder auf Werte zurückgegangen, die wir vor Ausbruch der Eurokrise 2010/11 beobachtet hatten (ganz im Einklang mit der von Friedman und Schwartz in dem Beitrag betonten Notwendigkeit, dass eine Zentralbank in einer Krise *leadership* zeigen muss).]

Mit freundlichen Grüßen,

Adalbert Winkler

Lieber Herr Homburg, lieber Herr Fels:

einige Anmerkungen. "Kredit" findet sein Gegenstück in manchen Geldmengenformulierungen ... insofern ist Kreditausweitung eben auch eine Geldmengenausweitung, mit Einschränkungen. Man kann natürlich eine reale Wirtschaft mit Kredit, aber ohne Geld haben: dort hat Kredit dann selbstverständlich rein gar nichts mit Inflation zu tun. Und man kann das Ergebnis beliebig auf nominale Modelle erweitern. Kurzum: es ist eben doch die Geldmenge, nicht der Kredit, der zu Inflation führt.

Allerdings: wenn der Nominalzins bei Null ist, dann führt eine Ausweitung der Geldbasis oder anderer Geldmengen nicht zu Inflation. Ein Nullzins-Equilibrium ist kompatibel mit jedem Geldmengenpfad, der asymptotisch mit der richtigen Rate verschwindet ... und asymptotisch auch in 100 Jahren sein. Das Ergebnis ist sehr gut in Cole-Kocherlakota dargelegt (Fed Res Bk of Minneapolis QR, schon ziemlich alt).

Die Einsicht ist insofern wichtig für zB Japan, weil dort zuweilen befürchtet wird, daß die Bank die Inflation am Ende der Nullzinsphase bekämpfen wird ... also ist die Cole-Kocherlakota Analyse möglicherweise eine gute Annäherung an die Situation dort und anderswo. Aus diesem Grund gibt es viele, die ein Preisfadziel befürworten. So kann man

auch das wunderschöne und inzwischen klassische Papier von Eggertson-Woodford zu diesem Thema lesen.

Selbst außerhalb der Nullzinsphase gibt es mitnichten einen engen Zusammenhang zwischen Geldpolitik und Inflation. Ich darf in dem Zusammenhang auf meinen Artikel (mit Ko-Autoren) hinweisen, der empirisch die Frage untersucht, "Is Quantity Theory still alive?", und der bald im Economic Journal erscheint. Auch darf ich auf mein Papier mit Chiara Fratto hinweisen, was viele autonome Komponenten der Inflationsentwicklung dokumentiert, auf die ein mainstream neu-keynesianisches Modell schließen muß. Dies ist ein weiterer Beitrag der von Hall entwickelten These, daß wir zunehmend weniger über Inflation verstehen.

Schließlich sind die kurzfristigen Auswirkungen der Geldpolitik in der empirischen Makro-Ökonomie ein ziemlich strittiges Thema. Es gibt viele Ökonomen, die das "price puzzle" für einen gut dokumentierten Aspekt des Wirkungskanals der Geldpolitik halten: etwas, was sich selbst häufig genug bestritten habe, aber sei es drum: siehe zB mein JME 2005 Artikel.

Ich belasse es einmal hierbei.

MfG,

Harald Uhlig

Vielen Dank für die Anregungen Herr Uhlig, mir war nur ein Teil dieser Literatur bekannt - ich werde dem nachgehen, aber erst am Wochenende.

Wenn Herr Homburg "Kredit" schreibt, meint er sicher "Kreditgeld", insofern gibt es da wohl keinen Dissens zwischen Ihnen beiden.

Eine Frage bevor ich Cole-Kocherlakota lese: Dass bei Nullzins eine Geldmengenausweitung nicht zu Inflation führt ist intuitiv, seit wir die Keynes'sche Liquiditätsfalle kennen. Wie ist es dann in dem Modell bei negativem Nominalzins, also in der derzeitigen Situation? Muss ich dann Deflation erwarten wenn die Geldmenge ausgeweitet wird?

Und wären wir damit bei der Neo-Fisherian These angelangt, dass niedrige Zinsen zu Deflation führen? Oder reimt sich hier der Praktiker Dinge zusammen die sich in der Theorie nie und nimmer reimen?

Dankbar und neugierigst,
Joachim Fels

14.7.16

Liebe Makro-Diskussionsgruppe – zu unserer Gruppe sind hinzugekommen: Fritz Scharpf (Politologe am Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, der wichtige Beiträge zur Problematik der Entscheidungsstruktur in Europa geliefert hat); Till van Treek (Ökonom, Professor für Sozialökonomie an der Universität Duisburg-Essen) und Arash Molavi Vassei, (Ökonom an der Universität Hohenheim).

Ausgeschieden ist todeshalber Manfred JM Neumann (Ökonom, Universität Bonn). Er war zu Anfang dieser Runde (2013 und 2014) ein aktiver Teilnehmer. Mit Manfred MJ Neumann verliert die deutsche wirtschaftspolitische Debatte einen der profiliertesten und einflussreichsten Teilnehmer. Philipp Plickert hat ihn in der FAZ am vergangenen Montag mit guten Worten gewürdigt.

Aus Zeitgründen habe ich die Debatte unseres Diskussionskreises der letzten Wochen noch nicht in ein PDF-Dokument zusammenführen können. Den neuen Mitgliedern schicke ich das vorangegangene Dokument anbei.

Beste Grüße

Carl Christian von Weizsäcker

Lieber Joachim Fels,

danke! Sicher --- irgendwie ist Cole-Kocherlakota die schon bekannte Liquiditätsfalle. Deren Analyse ist allerdings dynamisch, und dann sind doch bestimmte Konditionen zu erfüllen. Niemand will ja nur Geld halten, weil es so schön aussieht, sondern irgendwann doch ausgeben: das wird in der typischen Keynesianischen Textbuch-Analyse doch (notwendigerweise, vielleicht) übersehen.

Was nun den negativen Nominalzins anbelangt: eine spannende Sache! Ich selbst vermute, daß man die bestehenden Nullzinstheorien als "Nullzins modulo Aufbewahrungskosten" lesen sollte: über Aufbewahrungskosten musste früher nicht viel nachgedacht werden, aber sie sind natürlich jetzt das große Thema. Ansonsten gibt es nicht viel dazu in der Literatur, bis vielleicht auf das Job Market Paper dieses Jahr von

Rognlie, der vom MIT stark gepusht wurde. Ich hänge es an. Zu dem Thema kann man sicherlich noch viel mehr machen,

MfG,

Harald Uhlig

Lieber Herr Homburg,

ich war zwischenzeitlich anderweitig beschäftigt, daher antworte ich erst jetzt. Zu besserer Verständlichkeit lösche ich alles außer Ihren Äußerungen. Diese setze ich kursiv, meine Antworten fett.

Makroökonomische Verluste und Finanzkrise

Ob 1929, 1987, 1991 oder 2007: Am Anfang der Kausalkette standen jeweils makroökonomische Vermögensseinbußen infolge Aktien- oder Immobilienmarktcrashes. Hierdurch verminderten sich die Werte von Sicherheiten und gerieten dann Banken in Schieflage. Sei V der anfängliche Verlust und ϵ ein zusätzlicher Verlust bei ungeeigneter Ausgestaltung von Insolvenzverfahren, $V+\epsilon$ also der Gesamtverlust. Ich verstehe Sie so, daß Sie ϵ minimieren wollen. Dessen ungeachtet bleibt V . Im Fall der USA 2007-09 lag V bei 10 Bio. Dollar und im Fall Japan

1991-92 bei vier BIPs. Diese Makro-Verluste müssen von irgendwem getragen werden. Feinmechanik bei epsilon, wie Herr Krahn es so schön nannte, ändert daran nichts.

Diese Aussage ist sachlich falsch. Die Wirtschaftshistoriker sind sich ziemlich einig darüber, dass der Börsenkrach 1929 für die Weltwirtschaftskrise nur von untergeordneter Bedeutung war. Bis Ende 1930 gab es auch keine Indizien dafür, dass man mit mehr als einer "normalen" Rezession zu rechnen hätte. Die Bankenkrise vom Herbst 1930 begann im mittleren Westen der USA und hatte viel mit nonperforming loans von Bauern in der Agrarkrise zu tun. Die eigentliche Wende kam um die Jahreswende 1930/31 aus Gründen, über die man nach wie vor spekuliert. Temin 1976 geht lang darauf ein, auch die Diss von Christina Romer.

Die Wirtschaftshistoriker sind sich auch einig, dass die Schwere der Krise durchaus mit Politikmaßnahmen zu tun hatte, d.h. dass die makroökonomischen Verluste nicht einfach vorgegeben waren. Nachzulesen bei Eichengreen 1992 und Bernanke 1995. Auch Eichengreens Vergleich von 1929 und 2008 geht auf diesen Punkt ein. Wenn Sie sich Ihrer Sache so sicher sind, schlage ich vor, dass Sie eine Arbeit zur Widerlegung der genannten Autoren schreiben. Sie würde sicher sehr viel Aufmerksamkeit bekommen.

Für 1987 ist nicht einmal klar, dass es so große makroökonomische Folgen gab. Außer der, dass die Reaktion der Geldpolitik auf den Börseneinbruch die Inflation anheizte und 1989 eine drastische Restriktion der Geldpolitik veranlasste, die dann allerdings eine tiefe und lange Rezession auslöste.

KWG, Insolvenzordnung und Banken

*Der Satz "KWG und Insolvenzordnung wären 2008 die einzig richtigen Instrumente gewesen" hat zunächst die unschuldige Bedeutung, daß wir 2008 nichts anderes hatten als KWG und InsO. Glaubwürdigkeit wäre dann erlangt worden, wenn man diese Instrumente auch angewandt hätte. Sie schreiben hierzu ganz unschuldig: **"Jeder, der sich auskennt, weiß auch, dass das Insolvenzrecht den Besonderheiten von Banken zu wenig Rechnung trägt."** Ah ja, wußte man das 2008 trotz Herstatt, Continental Illinois, Savings and Loans etc. pp. nicht? Haben Sie persönlich vor 2008 ein "Insolvenzrecht light" für Banken gefordert?*

Mit Verlaub: Das ist schwach! "die einzig richtigen Instrumente" ist etwas anderes als "die einzigen Instrumente, die man hatte. Die Wertung "richtig" erfordert eine Begründung.

Ich hatte mich 2008 auch gewundert, dass man das KWG nicht anwandte, denn das KWG lässt zumindest dem Wortlaut nach einiges an Eingriffen auch außerhalb der Insolvenz zu. Aus Sicht der Juristen im BMF war aber klar, dass auch Eingriffe nach KWG den Regeln der Insolvenzordnung folgen müssen und das hieß Einfrieren aller Aktivitäten ohne Rücksicht auf etwaige Systemwirkungen.

Ihre Kritik an meinem Satz: "Jeder, der sich auskennt, weiß auch, dass das Insolvenzrecht den Besonderheiten von Banken zu wenig Rechnung trägt." ist deplaziert und zeigt, dass Sie wieder einmal über Dinge reden, mit denen Sie sich nicht beschäftigt haben. Mein Satz ist im Präsens formuliert und bezieht sich auf eine große, teilweise ökonomisch und juristisch sehr technische Literatur zum Problem der Sanierung und Anwicklung von Banken.

Die Reformvorhaben, die seit 2008 in verschiedenen Ländern durchgeführt worden sind, u.a. Dodd Frank, UK Banking Act, BRRD, tragen dieser Diskussion Rechnung. Dabei geht es nicht um "Insolvenzrecht light", sondern um den Versuch, ein Aliud zu schaffen, dass die Möglichkeit bietet, einzugreifen, ohne gleichzeitig die Aktionäre und Gläubiger schadlos zu halten, also das genaue Gegenteil von "light". Ihr pauschales Urteil, das gibt sowieso nur Bailouts ist bequem, aber es disqualifiziert Sie für diese Diskussion.

Ihr Verweis auf Herstatt, Continental Illinois, Savings and Loans könnte als Talk Show Beitrag durchgehen, nicht aber in einer seriösen Debatte. Bei Herstatt hatte man es mit einer einzelnen Bank zu tun, deren Systemwirkungen nicht sehr große waren (abgesehen von dem sogenannten "Herstatt-Risiko" womit aber etwas anderes gemeint ist). Continental Illinois und die S&Ls haben nichts mit deutschem Insolvenzrecht zu tun, insofern ist ihre Erwähnung hier nicht mehr als eine Sprechblase.

Bei den S&Ls wäre anzumerken, dass sie auch nicht einem normalen Insolvenzverfahren unterworfen wurden, sondern dem Abwicklungsverfahren der FSLIC. Die FSLIC hatte ebenso wie die FDIC Zugang zu Überbrückungskrediten der Treasury, so dass das in meiner früheren Mail angesprochene Problem der Sicherstellung von Liquidität gar nicht auftauchte. (Und die Geduld bei der Abwicklung war ein maßgeblicher Grund dafür, dass die Verluste am Ende "nur 153 Mrd \$ und nicht wie anfangs vermutet 600 - 800 Mrd. \$ ausmachten. Warum gehen Sie eigentlich auf solche Tatsachen, die Ihre Behauptungen widerlegen, nicht ein?)

Ein Resolution Regime wie das von FSLIC und FDIC haben wir in Deutschland nicht, u.a. weil die Branche jegliches Regime dieser Art, inklusive staatlicher Einlagensicherung, immer abgelehnt hat. Zum Thema "light" wäre hinzuzufügen, dass die FDIC seit 2008 sehr viele Banken geschlossen hat und dabei sehr viele Eigentümer und Gläubiger hat bluten lassen.

In meiner früheren Mail hatte ich gefragt, ob Sie in dieser Sache überhaupt etwas zu sagen haben. Vielen Dank für die Antwort.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

1. Ihr Verweis auf Wertverluste bei Immobilien ist mir zu pauschal. Der Anteil der Immobilienfinanzierungen in italienischen Bankbilanzen liegt bei ca. 20%, das käme auf insgesamt ca. 700 Mrd. €. Laut European Mortgage Federation machen Hypothekarkredite auf Wohnimmobilien ca.

350 Mrd. € aus. Wenn ich die von Ihnen genannten 500 Mrd. € an Verlusten = 25% Verlust hochrechne, komme ich auf Immobilienwert per 2007 von 2,5 Billionen €. Entweder ist ein erheblicher Teil der Immobilienfinanzierungen an den Banken vorbeigelaufen, oder es gab (und gibt) erhebliche Eigenkapitalpositionen. So oder so kann man die von Ihnen behaupteten 500 Mrd. € an Verlusten an Immobilien nicht einfach den Banken zurechnen. Soweit es sich um Bewertungsverluste bei selbst bewohnten Immobilien mit hoher Eigenbeteiligung handelt, sind die Gläubigerbanken gar nicht betroffen, und selbst für die Eigentümer spielen die Bewertungsverluste keine Rolle, wenn sie ohnehin vorhatten, weiter in den Immobilien zu wohnen. Ich möchte Sie daher bitten, Ihre Bemerkung zum Zusammenhang von Immobilienpreisen und Bankenkrise etwas zu konkretisieren.

1. Betrachten Sie zur Einstimmung die beigefügte Graphik mit US-Daten. Sie zeigt: Hypothekenkredite sind der dominante Posten, Auto- oder Studentenkredite fallen makroökonomisch kaum ins Gewicht. Dies ist konsistent mit den National Accounts, denen zufolge Immobilien rund 95% des nichtfinanziellen Vermögens ausmachen.

Mein Kommentar und meine Frage bezogen sich auf Italien. Dazu sagen Sie NICHTS.

2. Wertverluste bei Immobilien kann man natürlich nicht einfach den Banken zurechnen, da stimmen wir überein. In letzter Zeit liest man immer wieder von non-performing loans, die in Italien 360 Mrd. Euro ausmachen sollen. Dieser Betrag liegt deutlich unter dem oben zitierten Wertverlust von 500 Mrd. Euro.

Auf das eigentliche Argument gehen Sie gar nicht ein. Wenn der Gesamtbestand ursprünglich bei 2,5 Mrd. lag und dann um 500 Mrd. geschrumpft ist, ist nicht damit zu rechnen, dass die Gläubiger vorrangig von diesem Verlust betroffen sind. Dies insbesondere, wenn man berücksichtigt, dass die Immobilienkreditposition der Banken in der Größenordnung von 700 Mrd. liegt. Ihre Zurechnung der 360 Mrd. an NPLs auf die Immobilien entspräche einer Ausfallrate von 50 %, das ist deutlich mehr als die 25 % Wertverlust, von denen Sie ausgehen. Ihre Mutmaßung passt nicht zu den tatsächlichen Zahlen.

Bei den NPLs geht es vor allem um SME Kredite.

3. Mit Hypothekarkrediten auf Wohnimmobilien erwischt man nur einen Teil der makroökonomisch relevanten Summe. Erstens sind auch gewerbliche Immobilien beliehen. Zweitens können Hypothekarkredite nach Verbriefung aus der Bilanz verschwinden und dann unter Securities indirekt wieder auftauchen.

Alles das hatte ich schon berücksichtigt, insofern ist mir nicht klar, warum Sie das hier einfügen. Verlustquoten auf Hypothekenverbriefungen sind, soweit mir bekannt, (noch) nicht sehr groß.

Wenn man die Berichte von Banken und anderen Anlageberatern zu italienischen Wohnhypothekenverbriefungen ansieht, hat man auch nicht gerade den Eindruck, dass der Schuldendienst zusammengebrochen ist. Gewiss liegen sowohl early arrears als auch arrears, die über 90 Tage hinausgehen, über den entsprechenden Zahlen für Deutschland oder auch für Italien in besseren Zeiten, doch geben sie keine Hinweise auf Verluste in der Größenordnung, die in der Bankenkrise zur Diskussion steht. Allerdings dürfte bei variabel verzinslichen Hypotheken der

Schuldendienst derzeit niedrig sein, das gehört zu dem Thema, das Herr Mayer am letzten Sonntag und ich schon im Frühjahr letzten Jahres angesprochen hatte.

Neben Immobilienkrediten (und Staatsanleihen) gibt es keine weiteren Anlageklassen, die ins Gewicht fallen.

Das ist schlichtweg Unsinn. Der größte Posten in der Bilanz einer traditionellen Bank sind Kredite an Unternehmen außerhalb des Finanzsektors. Im Fall der italienischen Banken machen Immobilienkredite ca. 20 % der Bilanz aus und Staatstitel ca. 18 %. Was meinen Sie denn, was die übrigen 62 % ausmacht?

Zum Zahlungsverzug: Bank und Kreditnehmer können derzeit eine Pareto-Verbesserung aushandeln, die das Problem verschleiern. Dabei stellt die Bank den Kredit tilgungsfrei und bietet (modellhaft) einen Zinssatz von Null an. Im Ergebnis zahlt der Kunde nichts, weil aber die (Null-) Zinsen bedient werden, muß die Bank nicht abschreiben und kann damit eine Schmälerung ihres Tier1-capital abwenden.

Wenn Sie meinen Text genau gelesen hätten, hätten Sie gesehen, dass er sich auf Immobilienverbriefungen bezog, die international gehalten und gehandelt werden.

Eine alternative Hypothese würde auf die Unternehmenskredite abstellen, vor allem im SME-Bereich. Da soll es schon vor 2010 viele Leichen in den Büchern gegeben haben, u.a. wegen der Strukturprobleme der italienischen Wirtschaft in einer Phase, in der das Vordringen vor allem chinesischer Anbieter die Wettbewerbsposition vieler italienischer Unternehmen verschlechtert hat. Die seitherige Entwicklung war da auch nicht hilfreich.

Da kann es auch Rückwirkungen auf den Immobilienbereich geben, z.B. bei Immobilien, die als Sicherheiten für Unternehmenskredite dienen, oder bei Privatpersonen, die aufgrund der Krise kein Einkommen mehr haben.

Genau. Die Hauspreisstatistiken sind zwar aktuell, weshalb ich sie gern verwende, betreffen aber nur ein Marktsegment. Aus den Z.1-Statiken der Fed entnehme ich, daß Haushalte und Unternehmen über "Real Estate" in ähnlicher Größenordnung verfügen, nämlich 22 versus 20 Billionen Euro. Makroökonomisch sind die Häuser der privaten Haushalte nur die halbe Miete.

Auch das habe ich in meiner Rechnung schon berücksichtigt. Im übrigen frage ich mich, warum Sie die Statistik der Fed heranziehen, wenn es um Italien geht.

Die Aussage, dass die Immobilienpreisentwicklung den makroökonomischen Hintergrund zur Bankenkrise abgibt, trifft diese Zusammenhänge allerdings nicht.

Daß Banken Krisen regelmäßig Folge von Immobilien Krisen sind, ist keine fixe Idee von mir, sondern in der Literatur weithin anerkannt, siehe etwa Liu, Z., P. Wang and T. Zha (2013) Land-Price Dynamics and Macroeconomic Fluctuations. Econometrica 81: 1147-1184. Frage an Sie: Woher sollen systemische Banken Krisen denn sonst kommen, wie lautet Ihre Gegenthese?

Dass Sokrates ein Philosoph ist, lässt uns schließen, dass alle Menschen Philosophen sind. Wenn Sie mein Papier zur Krise von 2007/2008 oder auch unser Buch gelesen hätten, wüssten Sie, dass mir der Zusammenhang von Bankenkrisen und Immobilien sehr bewusst ist. Ich habe zu dem Thema schon 1994 einen Artikel im European Economic Review veröffentlicht, als Sie noch mit Herrn Breyer über die Effizienz von Rentensystemen im Clinch lagen. Aus dem Umstand, dass Immobilienkrisen Bankenkrisen verursachen können und dies sehr oft tun, folgt aber nicht, dass alle Bankenkrisen durch Immobilienkrisen verursacht werden. Man kann vermuten, dass alle Bankenkrisen durch Makroschocks verursacht werden, obwohl ich auch dazu schon Widerspruch gehört habe.

Einige Beispiele: Die Bankenkrisen der Jahre 1929 - 33 hatten mit der schlechten Konjunktur zu tun. (Erwähnen Sie jetzt bitte nicht den Börsenkrach. Dieser spielte bei den Bankenkrisen so gut wie keine Rolle.) Die De-facto-Insolvenz der großen US-amerikanischen Banken 1982 hatte mit der lateinamerikanischen Schuldenkrise zu tun; zumindest der Zeitpunkt, zu dem diese Krise ausbrach, hatte mit der damaligen Aufwertung des Dollars zu tun, die den Außenwirtschaftsökonomen heute noch Rätsel aufgibt. Die Thailändische Bankenkrise von 1997 hatte damit zu tun, dass die thailändischen Unternehmen nach der Abwertung des Baht Schwierigkeiten hatten, ihre in Dollar denominierten Schulden zu bedienen. Die Kredite waren in Dollar denominiert, da die thailändischen Banken selbst Kredite bei internationalen Banken aufgenommen hatten, die in Dollar denominiert waren. Die internationalen Banken hatten das Währungsrisiko vermeiden wollen und nicht überlegt, dass sie es vielleicht nur in ein Gegenparteikreditrisiko umgewandelt hatten.

2. Im theoretischen Teil Ihrer Antwort an Herrn Demary gehen Sie nicht auf pekuniäre externe Effekte ein. Vielleicht verlassen Sie sich auf die Lehrbuchaussage, pekuniäre externe Effekte seien wohlfahrtstheoretisch irrelevant, doch wäre hier zu bedenken, dass diese Lehrbuchaussage nur gilt, wenn wir vollkommenen Wettbewerb und ein vollständiges Marktsystem à la Arrow-Debreu haben, in der Realität also praktisch nie. Ich wäre interessiert zu erfahren, was Sie zu diesem Thema zu sagen haben.

Man kann jedes Standardargument mit "externen Effekten" aufdröseln, auch das Argument, Pauschalsteuern seien verzerrenden Steuern wohlfahrtsökonomisch überlegen. Um dies zu einem interessanten Punkt zu machen, müsste man zeigen, warum die mit Pauschalsteuern verbundenen externen Effekte jene überwiegen, die mit verzerrenden Steuern einhergehen. Weil mir dazu nichts Konkretes einfällt, halte ich am Standardargument fest.

Das ist schwach! Hier geht es nicht um Steuern, sondern um Finanzkrisen und Systemeffekte. Dazu gibt es eine große Literatur und leider auch eine reiche Erfahrung. Ihre Antwort erinnert mich an den Theologen in Brechts Galilei, der es ablehnt, durch das Teleskop zu sehen, denn er weiß schon im Vorhinein, dass die Dinge gar nicht von Bedeutung sein können, von denen Galilei behauptet, man könnte sie sehen.

Martin Hellwig

Lieber Herr Fels,
lieber Herr Uhlig,

hier haben wir zur Abwechslung ein Thema, bei dem große Übereinstimmung besteht. Ich sehe es so wie Herr Uhlig: die Frage 0.5%, 0% oder -0.5% zieht unseren

Intellekt an, weil hier ein Vorzeichenwechsel stattfindet, ist aber nicht von prinzipieller, sondern eher von technischer Bedeutung.

Bisher haben wir alle modellhaft eine "zero lower bound" angenommen, aktuell lernen wir, daß Nominalzinsen auch leicht negativ werden können. Sie jenseits des großen Teichs interessiert vielleicht, daß die deutschen Sparkassen derzeit mit Versicherungsunternehmen darüber sprechen, wie man große Bargeldbestände versichern könnte. Es wird also mit spitzer Feder gerechnet, ab wann man zur Hortung in großem Stil wechselt.

Zu Herrn Fels' Frage der Deflation: Wenn Hortungskosten es erlauben, den Nominalzins leicht unter Null zu drücken, geht davon für sich genommen keine Deflationsgefahr aus; die Investitionen sind weiterhin durch andere Faktoren (wie Sicherheiten und desolate Bankbilanzen) begrenzt. Falls aber, und dabei ist mir etwas unwohl, diese anderen Faktoren sich ungünstig entwickeln, könnten wir tatsächlich Deflation bekommen. In Japan war das während der letzten 20 Jahre immer wieder temporär der Fall.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Hellwig,

Am 14.07.2016 um 17:51 schrieb Martin Hellwig:

Lieber Herr Homburg,

ich war zwischenzeitlich anderweitig beschäftigt, daher antworte ich erst jetzt. Zu besseren Verständlichkeit lösche ich alles außer Ihren Äußerungen. Diese setze ich kursiv, meine Antworten fett.

Makroökonomische Verluste und Finanzkrise

Ob 1929, 1987, 1991 oder 2007: Am Anfang der Kausalkette standen jeweils makroökonomische Vermögenseinbußen infolge Aktien- oder Immobilienmarktcrashes. Hierdurch verminderten sich die Werte von Sicherheiten und gerieten dann Banken in Schieflage. Sei V der anfängliche Verlust und ϵ ein zusätzlicher Verlust bei ungeeigneter Ausgestaltung von Insolvenzverfahren, $V+\epsilon$ also der Gesamtverlust. Ich verstehe Sie so, daß Sie ϵ minimieren wollen. Dessen ungeachtet bleibt V . Im Fall der USA 2007-09 lag V bei 10 Bio. Dollar und im Fall Japan 1991-92 bei vier BIPs. Diese Makro-Verluste müssen von irgendwem getragen werden. Feinmechanik bei ϵ , wie Herr Krahn es so schön nannte, ändert daran nichts.

Diese Aussage ist sachlich falsch. Die Wirtschaftshistoriker sind sich ziemlich einig darüber, dass der Börsenkrach 1929 für die Weltwirtschaftskrise nur von untergeordneter Bedeutung war. Bis Ende 1930 gab es auch keine Indizien dafür, dass man mit mehr als einer "normalen" Rezession zu rechnen hätte. Die Bankenkrise vom Herbst 1930 begann im mittleren Westen der USA und hatte viel mit nonperforming loans von Bauern in der Agrarkrise zu tun. Die eigentliche Wende kam um die Jahreswende 1930/31 aus Gründen, über die man nach wie vor spekuliert. Temin 1976 geht lang darauf ein, auch die Diss von Christina Romer.

Welche Aussage ist "sachlich falsch"? Auch bei dreimaligem Lesen kann ich keinen Ansatzpunkt finden. Sie sehen natürlich "nonperforming loans" von Bauern, weil es Ihnen nicht gelingt, zu den Ursachen vorzudringen. Wann genau sind dinglich gesicherte

Agrardarlehen denn ein Problem? Doch wohl nach einem Landpreiscrash. Das paßt also in meine Sicht. Davon abgesehen meinen sowohl Galbraith "The Great Crash" als auch Kindleberger, daß der stock price crash als Auslöser eine Rolle gespielt hat.

Jorda, Schularick und Taylor, JME 2015, haben Börsen- und Landpreiscrashes über 140 Jahre und für 17 Länder untersucht. Sie kommen zum Ergebnis, daß die Crashes Ursache von Krisen sind und Kreditfinanzierung deren Folgen verstärkt.

Die Wirtschaftshistoriker sind sich auch einig, dass die Schwere der Krise durchaus mit Politikmaßnahmen zu tun hatte, d.h. dass die makroökonomischen Verluste nicht einfach vorgegeben waren. Nachzulesen bei Eichengreen 1992 und Bernanke 1995. Auch Eichengreens Vergleich von 1929 und 2008 geht auf diesen Punkt ein. Wenn Sie sich Ihrer Sache so sicher sind, schlage ich vor, dass Sie eine Arbeit zur Widerlegung der genannten Autoren schreiben. Sie würde sicher sehr viel Aufmerksamkeit bekommen.

Eine Widerlegung ist nicht notwendig. Einigkeit besteht darin, daß die restriktive Geldpolitik 1929-31 ein Fehler war. Den späteren Verlauf führen Cole und Ohanian 2001, 2004 wesentlich auf den New Deal mit Kartellierung und gesetzlich erzwungenen Realloohnerhöhungen zurück. Auch den durch Smoot-Hawley eingeleiteten Zollwettlauf, mit dem sich die Beteiligten gegenseitig die Absatzmärkte kaputt machten, halte ich für ein krisenverstärkendes Element, das ist aber alles schon in der Literatur zu finden. Diese realwirtschaftlichen Elemente spielen für Sie keine Rolle, deshalb lesen Sie diese Literatur auch nicht und finden meine Argumente originell, was sie nicht sind.

Für 1987 ist nicht einmal klar, dass es so große makroökonomische Folgen gab. Außer der, dass die Reaktion der Geldpolitik auf den Börseneinbruch die Inflation anheizte und 1989 eine drastische Restriktion der Geldpolitik veranlasste, die dann allerdings eine tiefe und lange Rezession auslöste.

Das sehe ich genau so.

KWG, Insolvenzordnung und Banken

*Der Satz "KWG und Insolvenzordnung wären 2008 die einzig richtigen Instrumente gewesen" hat zunächst die unschuldige Bedeutung, daß wir 2008 nichts anderes hatten als KWG und InsO. Glaubwürdigkeit wäre dann erlangt worden, wenn man diese Instrumente auch angewandt hätte. Sie schreiben hierzu ganz unschuldig: **"Jeder, der sich auskennt, weiß auch, dass das Insolvenzrecht den Besonderheiten von Banken zu wenig Rechnung trägt."** Ah ja, wußte man das 2008 trotz Herstatt, Continental Illinois, Savings and Loans etc. pp. nicht? Haben Sie persönlich vor 2008 ein "Insolvenzrecht light" für Banken gefordert?*

Mit Verlaub: Das ist schwach! "die einzig richtigen Instrumente" ist etwas anderes als "die einzigen Instrumente, die man hatte. Die Wertung "richtig" erfordert eine Begründung.

Sie beantworten meine Frage nicht, sondern bewerten Sie als "schwach".

Ich hatte mich 2008 auch gewundert, dass man das KWG nicht anwandte, denn das KWG lässt zumindest dem Wortlaut nach einiges an Eingriffen auch außerhalb der Insolvenz zu. Aus Sicht der Juristen im BMF war aber klar, dass auch Eingriffe nach KWG den Regeln der Insolvenzordnung folgen müssen und das hieß Einfrieren aller Aktivitäten ohne Rücksicht auf etwaige Systemwirkungen.

Ihre Kritik an meinem Satz: "Jeder, der sich auskennt, weiß auch, dass das Insolvenzrecht den Besonderheiten von Banken zu wenig Rechnung trägt." ist deplaziert und zeigt, dass Sie wieder einmal über Dinge reden, mit denen Sie sich nicht beschäftigt haben. Mein Satz ist im Präsens formuliert und bezieht sich auf eine große, teilweise ökonomisch und juristisch sehr technische Literatur zum Problem der Sanierung und Anwicklung von Banken.

Die Reformvorhaben, die seit 2008 in verschiedenen Ländern durchgeführt worden sind, u.a. Dodd Frank, UK Banking Act, BRRD, tragen dieser Diskussion Rechnung. Dabei geht es nicht um "Insolvenzrecht light", sondern um den Versuch, ein Aliud zu schaffen, dass die Möglichkeit bietet, einzugreifen, ohne gleichzeitig die Aktionäre und Gläubiger schadlos zu halten, also das genaue Gegenteil von "light". Ihr pauschales Urteil, das gibt sowieso nur Bailouts ist bequem, aber es disqualifiziert Sie für diese Diskussion.

Warum diskutieren wir dann? Ich habe mich nicht in einem Satz zur US-Gesetzgebung geäußert, weil ich da nicht tief genug drinstecke. Bei der europäischen BRRD ist evident, daß sie "Abwicklung" durch -zig Klauseln und zwischengeschaltete politische Entscheidungen verhindern soll.

Ihr Verweis auf Herstatt, Continental Illinois, Savings and Loans könnte als Talk Show Beitrag durchgehen, nicht aber in einer seriösen Debatte. Bei Herstatt hatte man es mit einer einzelnen Bank zu tun, deren Systemwirkungen nicht sehr große waren (abgesehen von dem sogenannten "Herstatt-Risiko" womit aber etwas anderes gemeint ist). Continental Illinois und die S&Ls haben nichts mit deutschem Insolvenzrecht zu tun, insofern ist ihre Erwähnung hier nicht mehr als eine Sprechblase.

Mein Hinweis auf Herstatt & Co. machte deutlich, daß es schon vor 2008 große Bankeninsolvenzen gab. Gleichwohl ist das Insolvenzrecht bis 2008 als tauglich angesehen worden. Anschließend hat man es in Europa durch etwas ersetzt, nämlich die BRRD, was dem Steuerzahler als Fortschritt verkauft wurde, aber ein Rückschritt ist. Bei Insolvenz einer Bank wird nämlich nicht, wie im status quo ante, vom Amtsgericht ein Verfahren eröffnet, sondern es werden politische Gremien mit der Angelegenheit betraut.

Bei den S&Ls wäre anzumerken, dass sie auch nicht einem normalen Insolvenzverfahren unterworfen wurden, sondern dem Abwicklungsverfahren der FSLIC. Die FSLIC hatte ebenso wie die FDIC Zugang zu Überbrückungskrediten der Treasury, so dass das in meiner früheren Mail angesprochene Problem der Sicherstellung von Liquidität gar nicht auftauchte. (Und die Geduld bei der Abwicklung war ein maßgeblicher Grund dafür, dass die Verluste am Ende "nur 153 Mrd \$ und nicht wie anfangs vermutet 600 - 800 Mrd. \$ ausmachten. Warum gehen Sie eigentlich auf solche Tatsachen, die Ihre Behauptungen widerlegen, nicht ein?)

Ich bin darauf nicht eingegangen, weil ich von den Details der amerikanischen Regelung wenig weiß und mich daher in Zurückhaltung übe. Im Hinblick auf Ihre häufigen Vorwürfe, ich würde von der ganzen Materie sowieso nichts verstehen, ist das doch wohl ein gutes Rezept? ;-)

Ein Resolution Regime wie das von FSLIC und FDIC haben wir in Deutschland nicht, u.a. weil die Branche jegliches Regime dieser Art, inklusive staatlicher Einlagensicherung, immer abgelehnt hat.

Das ist genau mein Punkt. Die Bankenlobby dirigiert hier die Gesetzgebung, und Resultat ist ein "Insolvenzrecht light", das den Steuerzahler nicht verschont, sondern ihn systematisch einbindet. Da kann die italienische Regierung ihre Kleinsparer durch steuerliche Anreize (!) in den Kauf von Bankbonds treiben, und hinterher wird auf die Tränendrüse gedrückt, um staatliche Bailouts oder die nächste Rate aus dem ESM zu rechtfertigen.

Zum Thema "light" wäre hinzuzufügen, dass die FDIC seit 2008 sehr viele Banken geschlossen hat und dabei sehr viele Eigentümer und Gläubiger hat bluten lassen.

In meiner früheren Mail hatte ich gefragt, ob Sie in dieser Sache überhaupt etwas zu sagen haben. Vielen Dank für die Antwort.

Meinen Sie nicht, daß man solche Diskussionen auch einen Tick sachlicher führen kann? Herr Meyer, der hier an vorderster Front mitdiskutierte, ist leider ausgeschieden, weil er mit dem Ton mancher Teilnehmer nicht zurechtkam. Ich habe nichts gegen harte Argumente, finde die rein rhetorischen Schlenker aber unangemessen und überflüssig.

Inhaltlich sind wir am Schluß genau dort angelangt, wo ich hinwollte, nämlich bei der übereinstimmenden Feststellung, daß wir aufgrund des Bankendrucks kein echtes Abwicklungsregime haben.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Hellwig,

Ihre Email ist in zwei Teilen angekommen. Ich mache hier einfach weiter.

Am 14.07.2016 um 17:52 schrieb Martin Hellwig:

1. Ihr Verweis auf Wertverluste bei Immobilien ist mir zu pauschal. Der Anteil der Immobilienfinanzierungen in italienischen Bankbilanzen liegt bei ca. 20%, das käme auf insgesamt ca. 700 Mrd. €. Laut European Mortgage Federation machen Hypothekarkredite auf Wohnimmobilien ca. 350 Mrd. € aus. Wenn ich die von Ihnen genannten 500 Mrd. € an Verlusten = 25% Verlust hochrechne, komme ich auf Immobilienwert per 2007 von 2,5 Billionen €. Entweder ist ein erheblicher Teil der Immobilienfinanzierungen an den Banken vorbeigelaufen, oder es gab (und gibt) erhebliche Eigenkapitalpositionen. So oder so kann man die von Ihnen behaupteten 500 Mrd. € an Verlusten an Immobilien nicht einfach den Banken zurechnen. Soweit es sich um Bewertungsverluste bei selbst bewohnten Immobilien mit hoher Eigenbeteiligung handelt, sind die Gläubigerbanken gar nicht

betroffen, und selbst für die Eigentümer spielen die Bewertungsverluste keine Rolle, wenn sie ohnehin vorhatten, weiter in den Immobilien zu wohnen. Ich möchte Sie daher bitten, Ihre Bemerkung zum Zusammenhang von Immobilienpreisen und Bankenkrise etwas zu konkretisieren.

1. Betrachten Sie zur Einstimmung die beigefügte Graphik mit US-Daten. Sie zeigt: Hypothekenkredite sind der dominante Posten, Auto- oder Studentenkredite fallen makroökonomisch kaum ins Gewicht. Dies ist konsistent mit den National Accounts, denen zufolge Immobilien rund 95% des nichtfinanziellen Vermögens ausmachen.

Mein Kommentar und meine Frage bezogen sich auf Italien. Dazu sagen Sie NICHTS.

Meine Antwort 1., wie gesagt, zur Einstimmung. Punkt 2. bezog sich auf Italien:

2. Wertverluste bei Immobilien kann man natürlich nicht einfach den Banken zurechnen, da stimmen wir überein. In letzter Zeit liest man immer wieder von non-performing loans, die in Italien 360 Mrd. Euro ausmachen sollen. Dieser Betrag liegt deutlich unter dem oben zitierten Wertverlust von 500 Mrd. Euro.

Auf das eigentliche Argument gehen Sie gar nicht ein. Wenn der Gesamtbestand ursprünglich bei 2,5 Mrd. lag und dann um 500 Mrd. geschrumpft ist, ist nicht damit zu rechnen, dass die Gläubiger vorrangig von diesem Verlust betroffen sind. Dies insbesondere, wenn man berücksichtigt, dass die Immobilienkreditposition der Banken in der Größenordnung von 700 Mrd. liegt. Ihre Zurechnung der 360 Mrd. an NPLs auf die Immobilien entspräche einer Ausfallrate von 50 %, das ist deutlich mehr als die 25 % Wertverlust, von denen Sie ausgehen. Ihre Mutmaßung passt nicht zu den tatsächlichen Zahlen.

Bei den NPLs geht es vor allem um SME Kredite.

Siehe unten.

3. Mit Hypothekarkrediten auf Wohnimmobilien erwischt man nur einen Teil der makroökonomisch relevanten Summe. Erstens sind auch gewerbliche Immobilien beliehen. Zweitens können Hypothekarkredite nach Verbriefung aus der Bilanz verschwinden und dann unter Securities indirekt wieder auftauchen.

Alles das hatte ich schon berücksichtigt, insofern ist mir nicht klar, warum Sie das hier einfügen. Verlustquoten auf Hypothekenverbriefungen sind, soweit mir bekannt, (noch) nicht sehr groß.

Wenn man die Berichte von Banken und anderen Anlageberatern zu italienischen Wohnhypothekenverbriefungen ansieht, hat man auch nicht gerade den Eindruck, dass der Schuldendienst zusammengebrochen ist. Gewiss liegen sowohl early arrears als auch arrears, die über 90 Tage hinausgehen, über den entsprechenden Zahlen für Deutschland oder auch für Italien in besseren Zeiten, doch geben sie keine Hinweise auf Verluste in der Größenordnung, die in der Bankenkrise zur Diskussion steht. Allerdings dürfte bei variabel verzinslichen Hypotheken der Schuldendienst derzeit niedrig sein, das gehört zu dem Thema, das Herr Mayer am letzten Sonntag und ich schon im Frühjahr letzten Jahres angesprochen hatte.

Neben Immobilienkrediten (und Staatsanleihen) gibt es keine weiteren Anlageklassen, die ins Gewicht fallen.

Das ist schlichtweg Unsinn. Der größte Posten in der Bilanz einer traditionellen Bank sind Kredite an Unternehmen außerhalb des Finanzsektors. Im Fall der italienischen Banken machen Immobilienkredite ca. 20 % der Bilanz aus und Staatstitel ca. 18 %. Was meinen Sie denn, was die übrigen 62 % ausmacht?

Sie verstehen mein gesamtes Argument nicht (was bei Ihnen sehr selten ist). Also noch einmal langsam: Der mit Abstand größte Posten in aggregierten Bankbilanzen grundpfandrechtlich gesicherte Kredite. Sie verwechseln dies mit der sektoralen Aufgliederung: Es spielt keine Rolle, ob der grundpfandrechtlich gesicherte Kredit an Haushalte oder Unternehmen gegeben wird. Entscheidend ist, daß es außer Grundpfandrechten makroökonomisch wenig Sicherheiten von Bedeutung gibt. Es es denn so schwer zu verstehen, daß "machinery and equipment in volkswirtschaftlichen Bilanzen weniger als 5% ausmachen?

Zum Zahlungsverzug: Bank und Kreditnehmer können derzeit eine Pareto-Verbesserung aushandeln, die das Problem verschleiern. Dabei stellt die Bank den Kredit tilgungsfrei und bietet (modellhaft) einen Zinssatz von Null an. Im Ergebnis zahlt der Kunde nichts, weil aber die (Null-) Zinsen bedient werden, muß die Bank nicht abschreiben und kann damit eine Schmälerung ihres Tier1-capital abwenden.

Wenn Sie meinen Text genau gelesen hätten, hätten Sie gesehen, dass er sich auf Immobilienverbriefungen bezog, die international gehalten und gehandelt werden.

Verbriefte Kredite schieben das Problem nur eine Stufe höher, sind aber kein eigenständiger Faktor. Die ABS und CDO teilen das Schicksal der in ihnen enthaltenen Hypothekendarlehen. Internationaler Handel dieser Papier kann ein eigenständiger Faktor sein, ist aber nach Revitalisierung von Feldstein-Horioka wohl nicht mehr von Bedeutung.

Eine alternative Hypothese würde auf die Unternehmenskredite abstellen, vor allem im SME-Bereich. Da soll es schon vor 2010 viele Leichen in den Büchern gegeben haben, u.a. wegen der Strukturprobleme der italienischen Wirtschaft in einer Phase, in der das Vordringen vor allem chinesischer Anbieter die Wettbewerbsposition vieler italienischer Unternehmen verschlechtert hat. Die seitherige Entwicklung war da auch nicht hilfreich.

Da kann es auch Rückwirkungen auf den Immobilienbereich geben, z.B. bei Immobilien, die als Sicherheiten für Unternehmenskredite dienen, oder bei Privatpersonen, die aufgrund der Krise kein Einkommen mehr haben.

Genau. Die Hauspreisstatistiken sind zwar aktuell, weshalb ich sie gern verwende, betreffen aber nur ein Marktsegment. Aus den Z.1-Statiken der Fed entnehme ich, daß Haushalte und Unternehmen über "Real Estate" in ähnlicher Größenordnung verfügen, nämlich 22 versus 20 Billionen Euro. Makroökonomisch sind die Häuser der privaten Haushalte nur die halbe Miete.

Auch das habe ich in meiner Rechnung schon berücksichtigt. Im übrigen frage ich mich, warum Sie die Statistik der Fed heranziehen, wenn es um Italien geht.

Einverstanden, das bedarf natürlich einer Erklärung. Ich würde gern SNA (2008) Bilanzen der nonfinancial assets für Italien heranziehen. Diese gibt es aber nicht. Weil sowohl die USA als auch Italien Industrieländer sind, habe ich unterstellt, daß die Wertrelationen ähnlich sind.

Die Aussage, dass die Immobilienpreisentwicklung den makroökonomischen Hintergrund zur Bankenkrise abgebe, trifft diese Zusammenhänge allerdings nicht.

Daß Bankenkrise regelmäßig Folge von Immobilienkrisen sind, ist keine fixe Idee von mir, sondern in der Literatur weithin anerkannt, siehe etwa Liu, Z., P. Wang and T. Zha (2013) Land-Price Dynamics and Macroeconomic Fluctuations. *Econometrica* 81: 1147-1184. Frage an Sie: Woher sollen systemische Bankenkrise denn sonst kommen, wie lautet Ihre Gegenthese?

Dass Sokrates ein Philosoph ist, lässt uns schließen, dass alle Menschen Philosophen sind. Wenn Sie mein Papier zur Krise von 2007/2008 oder auch unser Buch gelesen hätten, wüssten Sie, dass mir der Zusammenhang von Bankenkrise und Immobilien sehr bewusst ist. Ich habe zu dem Thema schon 1994 einen Artikel im *European Economic Review* veröffentlicht, als Sie noch mit Herrn Breyer über die Effizienz von Rentensystemen im Clinch lagen. Aus dem Umstand, dass Immobilienkrise Bankenkrise verursachen können und dies sehr oft tun, folgt aber nicht, dass alle Bankenkrise durch Immobilienkrise verursacht werden. Man kann vermuten, dass alle Bankenkrise durch Makroschocks verursacht werden, obwohl ich auch dazu schon Widerspruch gehört habe.

Einige Beispiele: Die Bankenkrise der Jahre 1929 - 33 hatten mit der schlechten Konjunktur zu tun. (Erwähnen Sie jetzt bitte nicht den Börsenkrach. Dieser spielte bei den Bankenkrise so gut wie keine Rolle.)

Mit der "schlechten Konjunktur"? Das ist zu unspezifisch. Schlechte Konjunktur schlägt auf Bodenpreise durch, und dadurch werden grundpfandrechtlich gesicherte Kredite sauer.

Die De-facto-Insolvenz der großen US-amerikanischen Banken 1982 hatte mit der lateinamerikanischen Schuldenkrise zu tun; zumindest der Zeitpunkt, zu dem diese Krise ausbrach, hatte mit der damaligen Aufwertung des Dollars zu tun, die den Außenwirtschaftsökonomen heute noch Rätsel aufgibt. Die Thailändische Bankenkrise von 1997 hatte damit zu tun, dass die thailändischen Unternehmen nach der Abwertung des Baht Schwierigkeiten hatten, ihre in Dollar denominierten Schulden zu bedienen. Die Kredite waren in Dollar denominiert, da die thailändischen Banken selbst Kredite bei internationalen Banken aufgenommen hatten, die in Dollar denominiert waren. Die internationalen Banken hatten das Währungsrisiko vermeiden wollen und nicht überlegt, dass sie es vielleicht nur in ein Gegenpartekreditrisiko umgewandelt hatten.

Diese beiden Beispiele akzeptiere ich.

2. Im theoretischen Teil Ihrer Antwort an Herrn Demary gehen Sie nicht auf pekuniäre externe Effekte ein. Vielleicht verlassen Sie sich auf die Lehrbuchaussage, pekuniäre externe Effekte seien

wohlfahrtstheoretisch irrelevant, doch wäre hier zu bedenken, dass diese Lehrbuchaussage nur gilt, wenn wir vollkommenen Wettbewerb und ein vollständiges Marktsystem à la Arrow-Debreu haben, in der Realität also praktisch nie. Ich wäre interessiert zu erfahren, was Sie zu diesem Thema zu sagen haben.

Man kann jedes Standardargument mit "externen Effekten" aufdröseln, auch das Argument, Pauschalsteuern seien verzerrenden Steuern wohlfahrtsökonomisch überlegen. Um dies zu einem interessanten Punkt zu machen, müßte man zeigen, warum die mit Pauschalsteuern verbundenen externen Effekte jene überwiegen, die mit verzerrenden Steuern einhergehen. Weil mir dazu nichts Konkretes einfällt, halte ich am Standardargument fest.

Das ist schwach! Hier geht es nicht um Steuern, sondern um Finanzkrisen und Systemeffekte. Dazu gibt es eine große Literatur und leider auch eine reiche Erfahrung. Ihre Antwort erinnert mich an den Theologen in Brechts Galilei, der es ablehnt, durch das Teleskop zu sehen, denn er weiß schon im Vorhinein, dass die Dinge gar nicht von Bedeutung sein können, von denen Galilei behauptet, man könnte sie sehen.

Mein theoretisches Argument gegenüber Herrn Demary bestand in der Aussage, daß die Bailouts durch verzerrende Steuern finanziert werden müssen. Statt Phrasen zu Sokrates, Galilei usw. wäre es nützlich, wenn Sie Ihren Punkt machten, die Literatur nennen und zeigen würden, welchen Wirkungskanal ich übersehe.

So lange das nicht geschieht, bleibe ich bei der Auffassung, daß der Ersatz von Pauschalverlusten durch verzerrende Steuern der quantitativ gravierendste Fehler der Bailoutpolitik ist. Schuldenschnitte und Bankeninsolvenzen sind wohlfahrtsökonomisch besser, dann sind die Leute zwar sauer, aber es geht optimistisch weiter. Gerade wir Deutschen wissen doch, wie das Überdrehen der Steuerschraube (damals für Reparationen) eine Volkswirtschaft zugrunde richten kann. Die europäische Banken- und Staatenretterei macht genau diesen Fehler wieder, indem sie die gesamte Realwirtschaft heranzieht, um aus ihr die benötigten Primärüberschüsse herauszupressen.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg!

Vielen Dank! Dem stimme ich zu. Kleiner Nachtrag: die Friedman-Regel der "satiation with money" impliziert Nullzins und Deflation, und das ist wohlfahrtsmaximierend. Ich fand es immer eine faszinierende Frage, warum Deflation denn nun schlecht sein soll. Deflation ist in der Regel aufgetreten, wenn es der Wirtschaft insgesamt schlecht ging ("1929"), aber man darf fragen, ob Deflation dabei Ursache oder Wirkung war, und wenn es Wirkung war, ob es sich um eine mäßigende oder verschlimmernde Wirkung handelte. Ist das geklärt?

MfG,

Harald Uhlig

Lieber Harald Uhlig – Ihre Bemerkung zur Deflation erinnert mich an folgendes Zitat aus der General Theory.

"Experience since the age of Solon at least, and probably, if we had the statistics, for many centuries before that, indicates what a knowledge of human nature would lead us to expect, namely that there is a steady tendency for the wage-unit to rise over long periods of time and that it be reduced only amidst the decay and dissolution of economic society. Thus, apart altogether from progress and increasing population, a gradually increasing stock of money has proved imperative." J.M Keynes, General Theory, Footnote in Chapter 23.

Beste Grüße

CCvW

Und zusaetzlich zu der Lohnrigiditaet, die Keynes in den Vordergrund stellte, waeren noch zu nennen:

- (i) Die Zinsuntergrenze, die zwar nicht bei null liegt, aber auch nicht weit darunter, jedenfalls solange wir Bargeld noch zulassen. Damit kann im Krisenfall der Realzins bei Deflation nicht mehr (signifikant) negativ werden.
- (ii) Die hohe Verschuldung des Privatsektors, deren Realwert bei Deflation steigt.
- (iii) sinkende Bodenpreise bei Rezession/Deflation, die den Wert des Collaterals das den Krediten unterliegt, schmaelern (siehe Homburg).

Natuerlich hat es in der Geschichte auch viele Phasen mit Deflation UND starkem Wachstum gegeben. Aber das war waehrend des Goldstandards in Phasen hohen Produktivitätswachstums. Ausserdem waren damals sowohl Lohnrigiditaeten als auch der Verschuldungsgrad deutlich geringer.

Fazit: Deflation ist auf jeden Fall zu vermeiden. Womit wir wieder beim Helikoptergeld und der Fiskalpolitik waeren, aber die Diskussion hatten wir ja bereits.

Sind nicht selbst die Korrelationen unklar: <http://johnhcochrane.blogspot.com/2014/07/deflation-skeptics.html>

Cochrane hatte vor Jahren mal einen Blogbeitrag, der zu dem Schluss kam, dass zumindest ausserhalb der Grossen Depression der Zusammenhang zwischen Deflation und Economic Performance zumindest unstabil ist (obwohl auch das wiederum kritisiert wurde in einem anderen Papier, das ich aber nicht mehr finde auf die Schnelle). Es bleiben Fragezeichen.

Was die Zinsen angeht: ich dachte es kommt mehr auf die Fixheit der Zinsen und damit auf die Abwesenheit von Taylorrule Effekten an, nicht darauf ob sie jetzt bei 0, -0.5 oder +0.5 liegen. RB

Sehr geehrter Herr Fels, sehr geehrter Herr CCvW: danke!

Gut, das sind die klassischen Argumente. Immer noch plausibel? Keynes zu zitieren hilft nicht weiter: was ist der gegenwärtige Stand der Wissenschaft?

Nur ganz schnell, wenn auch offensichtlich:

(i) Bei den Lohnrigiditäten muß man eine sehr asymmetrische Anpassung annehmen: nach oben geht, nach unten geht gar nicht. Wenn Reallöhne ohnehin steigen, ist selbst das nicht unbedingt problematisch. Selbst ohne Reallohnwachstum, gibt es viele Komponenten der Löhne, die durchaus flexibel und verhandelbar sind: Boni aller Sorte können leicht weggenommen werden. Ich erinnere mich daran, wie mir in Berlin etwa ein Monatsgehalt gestrichen wurde: es wurde "Urlaubsgeld" genannt (oder irgendetwas anderes) und das gab es dann auf einmal nicht mehr. Das ging völlig problemlos über die Bühne.

(ii) Wenn die Deflation erwartet ist, wird das eingepreist, und ist unproblematisch, also unproblematisch für die Friedman-Regel.

(iii) siehe (ii). Man kann die Wirtschaft real aufschreiben, und dann mit nominalen Preisen versehen: das gleiche Gleichgewicht lässt sich so ziemlich mit allen nominalen Preispfaden implementieren. Die einzige Frage ist die Substitution in (nominales) Geld.

MfG,

Harald Uhlig

Lieber Rüdiger!

15.7.16

Yup, die Null-Untergrenze für den Zins und dadurch ein Taylor-Koeff kleiner eins ist das wohl größte Problem, laut den NK Modellen --- was aber derzeit auch wieder attackiert wird (Cochrane). Danke für den Hinweis auf seine andere Arbeit!

MfG

Harald Uhlig

Lieber Herr Uhlig,

ich stimme allem zu, was Herr von Weizsäcker, Herr Bachmann, Herr Fels und Sie selbst inzwischen geschrieben haben (man bekommt in dieser Diskussion kaum noch Schlaf) und würde gern zwei Punkte aus der neueren Forschung ergänzen:

1. Bewley (1999) hat in einer faszinierenden Studie hunderte Manager befragt, ob sie Nominallöhne kürzen würden, wenn die Arbeitsmarktlage das hergäbe. Fast alle antworteten: **Nein**, und zwar deshalb nicht, weil dies Motivation und Produktivität mindern würde. Falk und Fehr (1999) haben das in einem Modell mit unvollständigen

Arbeitsverträgen rationalisiert: Wenn der "effort" nicht beobachtbar ist, tut man gut daran, die Arbeitnehmer bei Laune zu halten. Die Richtigkeit Ihres Punktes, daß man Boni und Benefits wegnehmen kann, bleibt davon natürlich unberührt.

2. Friedmans Argument, Deflation sei wohlfahrtsmaximierend, ist bei vollständig flexiblen Preisen richtig, weil der Nominalzins wie eine Steuer auf spezielle Güter wirkt und eine excess burden verursacht. Aber welche quantitative Bedeutung hat dieses Argument? Laut empirischen Schätzungen von Boel and Camera (2011), einer international vergleichenden Studie, bedeutet 1 Prozentpunkt Inflation einen Wohlfahrtsverlust von 0.05 Prozent Konsum. Wägt man diesen Mini-Effekt gegen die Wohlfahrtswirkungen der Deflation bei unvollständiger Lohn- und Preisflexibilität ab, neigt sich die Waage deutlich zur Empfehlung, Deflation zu vermeiden.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Uhlig, lieber Herr Homburg

On 14.07.2016 23:55, Harald Uhlig wrote:

(i) Bei den Lohnrigiditäten muß man eine sehr asymmetrische Anpassung annehmen: nach oben geht, nach unten geht gar nicht.

Das wäre downward wage rigidity. Normalerweise versteht man unter Lohnrigidität m.E. nicht, dass die Löhne irgendwie exogen nach unten fixiert sind, sondern dass die Unternehmungen es vorziehen, die Löhne bei Änderung des Arbeitsangebotes oder ihres Arbeitskräftebedarfes nicht anzupassen, sei es nach oben, sei es nach unten, weil sie ungünstige Konsequenzen befürchten.

Wenn Reallöhne ohnehin steigen, ist selbst das nicht unbedingt problematisch. Selbst ohne Reallohnwachstum, gibt es viele Komponenten der Löhne, die durchaus flexibel und verhandelbar sind: Boni aller Sorte können leicht weggenommen werden. Ich erinnere mich daran, wie mir in Berlin etwa ein Monatsgehalt gestrichen wurde: es wurde "Urlaubsgeld" genannt (oder irgendetwas anderes) und das gab es dann auf einmal nicht mehr. Das ging völlig problemlos über die Bühne.

In diesem Sinne sind die Löhne auch in den tarifgebundenen Bereichen sehr flexibel, denn die meisten Unternehmen zahlen übertariflich -- und passen ihre übertariflichen Leistungen sogar proportional zu den Tarifabschlüssen an, was sie nicht müssten, sogar bei Unterbeschäftigung (Stagflation). Das ist ein Marktphänomen. Nach außen (aus der Angebots-Nachfrage-Sicht) erscheint es aber so, als ob die Löhne starr seien.

(ii) Wenn die Deflation erwartet ist, wird das eingepreist

Nicht unbedingt, wenn die Inflation oder Deflation niedrig ist. Dann ist es zu umständlich das einzupreisen und Geldillusion is boundedly rational, siehe Akerlof/Dickens/Perry (1996).

On 15.07.2016 8:26, Stefan Homburg wrote:

1. Bewley (1999) hat in einer faszinierenden Studie hunderte Manager befragt, ob sie Nominallöhne kürzen würden, wenn die Arbeitsmarktlage das hergäbe. Fast alle antworteten: **Nein**, und zwar deshalb nicht, weil dies Motivation und Produktivität mindern würde. Falk und Fehr (1999) haben das in einem Modell mit unvollständigen Arbeitsverträgen rationalisiert: Wenn der "effort" nicht beobachtbar ist, tut man gut daran, die Arbeitnehmer bei Laune zu halten. Die Richtigkeit Ihres Punktes, daß man Boni und Benefits wegnehmen kann, bleibt davon natürlich unberührt.

Das sind dann Effizienzlöhne. Falk und Fehr (1999) behandeln die Gift-Exchange-Version von Akerlof (1982). Es gibt noch jede Menge anderer (und wahrscheinlich nicht weniger wichtige) Varianten, siehe dazu, und falls das jemanden interessiert, meinen Überblick

<http://wol.iza.org/articles/efficiency-wages-variants-and-implications-1.pdf>

den ich kürzlich für ein nicht-akademisches Publikum geschrieben habe.

Lieber Herr Homburg, ich finde es super dass Sie Bewley für makroökonomisch relevant halten und mithin doch nicht so rigoros mikroökonomische Argumente aus der Makroökonomik verbannen wollen, wie ich einer Ihrer früheren Äußerungen wohl fälschlich entnommen hatte!

Mit freundlichen Grüßen

Ekkehart Schlicht

Lieber Herr Schlicht: vielen Dank!

Harald Uhlig

19.7.16

Liebe Runde,

gerade sehe ich dass Herr Braunberger, der diesen Diskussionskreis ja leider verlassen hat, meine Gedanken zur radikalen Unsicherheit in der FAZ von heute aufgegriffen hat (Kopie unten). Ich hatte Ihnen ja vor einer Woche meinen Aufschrieb weitergeleitet. Die daraus entstandene Version auf unsere Website, auf das sich Braunberger bezieht, finden Sie [hier](#).

Und wem das alles zu banal ist (ich bitte zu beruecksichtigen, dass die meisten meiner Leser nicht Oekonomie studiert haben), der hat vielleicht Freude an dem mittlerweile im *Journal of Econometrics* veroeffentlichen Paper von Hendry und Mizon (2014) „*Unpredictability in Economic Analysis, Econometric Modeling and Forecasting*“ unter diesem [Link](#). ‘Radical uncertainty’ heisst dort ‘extrinsic unpredictability’. Und eine weniger technische Version mit dem Titel “*Why DSGEs Crash During Crises*” finden Sie auf Voxeu [hier](#).

Beste Gruesse,

Joachim Fels

Frankfurter Allgemeine Zeitung
Dienstag, 19. Juli 2016
Finanzen

Fels: „Märkte im Bann radikaler Unsicherheit“

gb. FRANKFURT, 18. Juli. Viel Modelle, mit denen Großanleger, Notenbanken und Ökonomen versuchen, die Zukunft zu beschreiben, sind möglicherweise untauglich geworden. Darauf verweist Joachim Fels, ökonomischer Berater bei der kalifornischen Fondsgesellschaft Pimco, mit Hinweis auf Mervyn Kings Buch „The End of Alchemy“ (Eine Rezension des Buches ist am 11. Juli im Wirtschaftsteil dieser Zeitung erschienen.) King, ehemals Gouverneur der Bank of England, ruft dort ein Zeitalter der „radikalen Unsicherheit“ aus. Damit ist eine Welt gemeint, deren Verlauf sich unversehens so stark ändern kann, dass die traditionellen Modelle von Großanlegern und Ökonomen zur Analyse der Zukunft untauglich werden.

Radikale Unsicherheit ist ein Konzept, das vor rund 100 Jahren von Ökonomen wie Frank Knight und John Maynard Keynes behandelt wurde, aber in der Zwischenzeit weitgehend in Vergessenheit geraten ist. „Ich finde dieses Konzept besonders nützlich, um die Herausforderungen zu beschreiben, mit denen wir in einer Welt wachsender Polarisierung, Politisierung und Neigung zum Populismus konfrontiert sind“, schreibt Fels. „Radikale Unsicherheit beschreibt eine Unsicherheit, die so tiefgreifend ist, dass es für uns unmöglich wird, für die Zukunft mögliche Ereignisse mit Eintrittswahrscheinlichkeiten zu versehen. Es bedurfte der großen Finanzkrise von 2008, damit Mervyn King und ein paar andere die Idee wiederentdeckten, dass wir viele künftige Ereignisse heute nicht vorhersehen können.“

Fels geht nicht so weit wie King und meint, dass zumindest auf kurze Sicht immer noch Prognosen hilfreich sein können, die auf früheren Erfahrungen aufbauen: „Aber wir müssen uns immer bewusst sein, dass unvorhersehbare Ereignisse wie Lehman Brothers, Griechenland oder der Brexit auftreten werden.“ Sehr häufig sei schon in der Vergangenheit das Wirtschaftsleben von unerwarteten politischen Ereignissen beeinflusst worden. Daraus folgt für Fels unter anderem, dass die Praxis vieler moderner Notenbanken, die Erwartungen der Teilnehmer am Wirtschaftsleben auf der Basis eigener Prognosen der Zukunft zu leiten, problematisch wird.

„Ja, die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte erscheinen uns heute relativ stabil, und diese Stabilität mag uns noch einige Zeit begleiten“, schreibt Fels. „Aber es ist eine trügerische und heimtückische Stabilität, weil sich im Hintergrund Risiken aufbauen - immer höhere Bewertungen von Vermögenspreisen in historischer Perspektive, steigende private und staatliche Schulden, nachlassende Erträge der Geldpolitik und der Aufstieg des Populismus. Und das sind nur jene Risiken, die wir identifizieren können.“

--

Dieser Text kommt aus F.A.Z. PLUS, der neuen digitalen Ausgabe der Frankfurter Allgemeinen Zeitung.