

Makro-Runde

15.5.16

Lieber Herr von Weizsäcker,

eine Anmerkung zum LoIR: Man sollte den LoIR von der Kreditausfallversicherung trennen. Der LoIR entstand aus den Liquiditätskrisen, die mit der Teilreservehaltung der Banken einhergingen. Seine Funktion wurde bekanntlich von Bagehot präzise beschrieben: lend freely against good collateral at a penalty rate. Dagegen wurde die Einlagenversicherung geschaffen, um die Konsequenzen von Kreditausfällen zu mildern. Die Fed wurde in Reaktion auf die Liquiditätskrise von 1907 gegründet, die FDIC erst zwei Jahrzehnte später in Reaktion auf die Bankpleiten während der Depression. Im Vollgeldsystem ist der LoIR redundant. Eine Kreditausfallversicherung ist optional und kann privat oder öffentlich organisiert werden. Im heutigen Kreditgeldsystem werden dagegen die Grenzen zwischen LoIR und Einlagensicherung bzw. Kreditausfallversicherung verwischt.

Ein exzellentes Beispiel für die Grenzverwischung ist der Bankenbailout der irischen Zentralbank. Als die irische Regierung die Irish Bank Resolution Corporation 2013 auflöste, fielen die rund EUR40 Mrd. zweifelhafter Aktiva („bad assets“) an die Central Bank of Ireland, die gegen diese Aktiva ELA gegeben hatte. Die CBI verbuchte diese Aktiva als „Net Financial Assets“, d.h., Anlagen, deren Kauf mit Zentralbankgeld finanziert wird. Am 5. Februar 2016 teilte die CBI mit, dass diese Operation in voller Übereinstimmung mit dem Agreement on Net Financial Assets (ANFA) gewesen sei. Die EZB hat weder 2013 noch 2016 dieser Auffassung widersprochen. Wenn es aber im Rahmen von ANFA legitim ist, den Ankauf maroder Kredite mit dafür kreierte Zentralbankgeld zu finanzieren, kann der für die Bankenunion beschlossene Bail-in im Rahmen des Single Resolution Mechanism leicht umgangen werden.

Mit besten Grüßen, Thomas Mayer

16.5.16

Lieber Herr Mayer,

wenn Sie über den irischen Banken-Bailout reden, sollten Sie der Vollständigkeit halber erwähnen, dass es sich nicht um einen Bailout der "Banken" und ihrer Aktionäre und Manager handelte, auch nicht der nachrangigen Gläubiger, sondern um einen Bailout der vorrangigen ungesicherten Gläubiger, dass die irische Regierung eigentlich auch die vorrangigen ungesicherten Gläubiger an den Verlusten beteiligen wollte, dann aber durch einen Brief von M. Trichet "bewogen" wurde, davon Abstand zu nehmen - entgegen dem irischen Insolvenzrecht. Trichet drohte, die ELA von einem Tag auf den anderen zu beenden - und so das irische Geldsystem zusammenbrechen zu lassen, wenn die irische Regierung auf ihren Plänen beharre. Nutznießer der Erpressung waren neben der EZB selbst vor allem die deutschen Banken, die erhebliche Beträge an irische Banken geliehen hatten. In Irland wurden die Leute der EZB als "die Deutschen" bezeichnet.

Ich halte eine derartige Erpressung der demokratisch gewählten Regierung eines Landes, mit der Wirkung, dass die Gesetze des Landes gebrochen werden, für viel skandalöser als die Einrichtung einer Bad Bank unter dem Dach der Zentralbank. Ohne den durch die Erpressung der EZB erzwungenen Bailout der deutschen Banken hätte Irland auch nicht die Hilfe des EFSF in Anspruch nehmen müssen.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

PS: Zur Methodik: Die Unterscheidung von Bailout und LoLR ist ähnlich heikel wie die Unterscheidung von Insolvenz und Illiquidität. Im Falle von AIG behauptet die Fed, Gewinne gemacht zu haben, indem sie die MBS und CDOs hielt, bis die Märkte sich beruhigt hatten. Ex post war es also ein Fall von LoLR und nicht von Bailout. Auch die SNB behauptet, auf die von UBS übernommenen papiere Gewinne gemacht zu haben. Ex ante war das in beiden Fällen nicht zu erkennen und nicht zu erwarten. Die Schweden haben in den 1990er Jahren Verluste gemacht, die allerdings glimpflicher ausfielen als erwartet. Die Deutschen haben auf HRE Verluste gemacht, die deutlich höher ausfielen als erwartet.

Bei Bagehot steht übrigens auch, bei den Sicherheiten solle man die Werte ansetzen, die in normalen Zeiten zu erwarten sind.

Lieber Herr Hellwig,

es ist gut, daß Sie darauf hinweisen. Ich hatte dies lange verkannt und angenommen, die irische Regierung habe zu Lasten ihrer Steuerzahler einen ganz unbegreiflichen Fehler gemacht. In Wirklichkeit hat sich der Bailout in zwei Schritten vollzogen: Zunächst hat die EZB den Bailout ungefragt vollzogen. Anschließend hat die EZB die irische Regierung mit dem Zusammenbruch des Geldsystems bedroht und sie so gezwungen, die Rechnung dem irischen Steuerzahler aufzubürden. Eine gute Dokumentation dieser Vorgänge samt dem "Trichet-Brief" findet sich hier:

<http://www.irishtimes.com/news/ireland/irish-news/trichet-letter-revealed-ecb-threatened-to-stop-emergency-funding-unless-ireland-took-bailout-1.1989869>

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

17.5.16

Lieber Herr Hellwig,

mit der Übernahme der „Bad Assets“ der (inzwischen aufgelösten) Irish Bank Resolution Corporation durch die Central Bank of Ireland im Rahmen des ANFA schlägt das ESZB zwei Fliegen mit einer Klappe: Einerseits kann dies als Geste der Wiedergutmachung für Trichets Erpressung der irischen Regierung gewertet werden. Andererseits wird die Tür zu künftigen Bail-outs im Rahmen des ANFA geöffnet, sollte sich der im Rahmen der Bankenunion beschlossene Bail-in als politisch inopportun erweisen. Die jüngsten Ereignisse im italienischen Sparkassensektor und der Mini-crash der Bankaktien Anfang Februar lassen Zweifel an der politischen Durchführbarkeit von Bail-ins aufkommen.

Natürlich können die Zentralbanken Situationen schaffen, die Solvenzkrisen in Liquiditätskrisen zurückwandeln. Wenn sie genügend notleidende Forderungen aufkaufen, steigen deren Preise wieder auf pari. Nun werden auch in der Krise schwer angeschlagene CDOs mit dem Argument rehabilitiert,

dass sich ihr Preis inzwischen gut erholt hat (so geschehen auf der jüngsten Konferenz von IWF/SNB). Nach der „Großen Moderation“ scheinen die Zentralbanken nun das „Free Lunch“ gefunden zu haben: Sie können mit selbst geschaffenen Zentralbankgeld kaufen, was sie wollen, ohne dass die Inflation steigt.

Beste Grüße, Thomas Mayer

Lieber Herr Mayer,

vielen Dank für Ihre Antwort. Ihre Aussage von den zwei Fliegen mit einer Klappe ist reichlich spekulativ. Die irische Episode fand im Herbst 2011 statt, übrigens auf dem Höhepunkt der damaligen erneuten Krise. Der Kommissionsvorschlag für die BRRD stammt vom Juni 2012 und enthält praktisch unbegrenztes Bail-In, nach dem Muster des englischen Gesetzes von 2009. Die nachherige Verwässerung von Bail-In erfolgte im wesentlichen auf der Ebene des Rates im Laufe des Jahres 2013, wobei auch Deutschland beteiligt war. Eine gewisse Rolle spielte übrigens der Liikanen-Bericht, der das Konzept der besonderen "bail-inable" Schulden kreierte, nach Jan Krahn mit dem Ziel, dass diese von Investoren ohne Systemrelevanz gehalten werden sollten, in der tatsächlichen Auswirkung auf die Beratungen mit der Folge, dass alles andere von der Haftung ausgeschlossen wurde.

Die Vorstellung, dass die EZB sich im Herbst 2011 eine Einrichtung schaffen wollte, um dem Umgehen der 2013 beschlossenen Regelungen vorzubeugen, unterstellt der EZB mehr Weitsicht, als ich ihr zutrauen würde. Haben Sie einen Beleg dafür? Ohne Beleg ist Ihre Aussage eine Unterstellung, die im wissenschaftlichen Diskurs nichts zu suchen hat.

Noch etwas zum Umgang mit maroden Banken. Ich selbst habe mehrfach geschrieben, dass ich die in der BRRD vorgesehenen Verfahren nicht für tragfähig halte, vgl. z.B. http://www.coll.mpg.de/pdf_dat/2014_12online.pdf. Zu den Gründen gehört neben dem Problem der grenzüberschreitend systemrelevant tätigen Banken das Problem der Liquiditätsversorgung der Bank in einem Sanierungs- oder Abwicklungsverfahren. Die Vorstellung, dass man während eines Wochenendes die in die Haftung einzubeziehenden Schuldtitel in Eigenkapital umwandelt (oder streicht) und die Bank am Montag wieder als funktionsfähig angesehen wird und von den Geldmarktgläubigern weiter finanziert wird, erscheint mir als absurd. Ich habe das gegenüber Vertretern des BMF und BMWi und der Kommission auch im Vorfeld immer wieder gesagt. Dass die BRRD sich nicht darum kümmert, liegt m.E. nicht an einem Mangel an Verständnis, sondern an einem Widerwillen dagegen, sich auf ein Problem einzulassen, bei dem man nicht über zweistellige, sondern über vierstellige Milliardenbeträge redet. Wenn Ihr früherer Arbeitgeber in Liquiditätsprobleme kommen sollte, werden die 55 Mrd. € des europäischen Fonds oder die angedachten 70 Mrd. € des deutschen Fonds nicht ausreichen, die Geldgeber und die Derivatepartner bei der Stange zu halten - Peanuts. Aber vierstellige Milliardenbeträge im Rahmen der Bankenunion - das geht nicht! Und so lässt man eine wesentliche Frage unbearbeitet. Ich vermute, man verlässt sich darauf, dass in einem solchen Fall die Zentralbank hilft. M.a.W. Die Wochenendabschreibungen sollen der Zentralbank die Grundlage für Liquiditätshilfen geben, notfalls im drei- oder vierstelligen Milliardenbereich.

Diese Beobachtungen bestätigen Ihre Einschätzung, dass - ungeachtet der Frage, ob man das 2011 so beabsichtigt hat - die Zentralbanken beim Umgang mit großen Banken de facto im Obligo stehen werden. Ich halte das für problematisch, zumal man Zweifel haben kann, ob die Abschreibungen zuzüglich etwaiger Zuweisungen aus den Restrukturierungsfonds ausreichen werden, die Solvenz wieder herzustellen. Wir sollten aber ehrlich sein und zugeben, dass auch diese Konstellation - genau wie das Bailout der Gläubiger irischer Banken 2011 - maßgeblich der Vertretung deutscher Interessen in den europäischen Verhandlungen über die Bankenunion zu verdanken ist. Ich vermute, dass Sie ebenso wie andere Gegner der Bankenunion nicht unglücklich darüber sind, dass wir keine europäische fiskalische Institution haben, die Liquiditätsgarantien in vierstelliger Milliardenhöhe geben kann.

Noch eine Bemerkung zum Thema Illiquidität/Insolvenz: Sie haben zuerst Bagehot zitiert, in Ihrer neuerlichen Mail aber dagegen geschimpft, dass man bei den Sicherheiten nicht auf die Krisenwerte abgestellt hat, sondern auf die irgendwie bestimmten "Normalwerte" und sich im Nachhinein freut, wenn man dabei Gewinne gemacht hat. Warum zitieren Sie Bagehot nur selektiv?

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Lieber Herr Hellwig,

vielen Dank für Ihre Antwort, die viele interessant Aspekte enthält. Zumindest was die BRRD angeht stimmen wir überein. Sie haben mich aber missverstanden, wenn Sie vermuten, ich würde der EZB große strategische Weitsicht unterstellen. Ich habe nur darauf hingewiesen, dass man die Übernahme der Assets von der IBRC durch die CBI im Rahmen des ANFA im Jahr 2013 als Versuch der teilweisen Wiedergutmachung der Aktion von Trichet sehen kann, der sich künftig als Türöffner für weitere Bail-outs erweisen kann (siehe Pressemitteilung der CBI vom 5.2.).

Beste Grüße, Thomas Mayer

P.S. Leider verstehe ich Ihre Bemerkung zu Bagehot nicht. Mein Punkt war, dass die Zentralbank schlecht gewordene Sicherheiten wieder zu guten machen kann, wenn sie die in den Sicherheiten benannten Schuldner mit dem zur Begleichung der Schuld notwendigen Geld ausstattet.

Was ist CBI, die Central Bank of Iran?

Georg Erdmann

18.5.16

Lieber Herr Mayer,

vielen Dank für die Klarstellung. Die Formulierung, man habe damals zwei Fliegen mit einer Klappe geschlagen, gab mir den Eindruck, Sie hätten der EZB schon per 2011 die entsprechenden Absichten unterstellt.

Im übrigen macht mich Ihr Argument zu Bagehot etwas ratlos. Muss ich Sie so verstehen, dass die SNB den amerikanischen Schuldner der CDOs, die UBS in die Bad Bank gegeben hatte, so viel Geld gegeben hat, dass diese ihre Schulden wieder bedienen konnten? Oder dass die Fed die Schuldner der MBS und CDOs von AIG so subventionierte, dass diese ihre Schulden wieder bedienen konnten? Beides wäre mir neu.

Oder geht es Ihnen einfach darum, dass die Zentralbank durch Aufkaufen von Titeln die Marktpreise anheben kann? Das ist allerdings etwas anderes als das Subventionieren von Schuldner zur Verbesserung von deren Zahlungsfähigkeit

Und das Aufkaufen von Titeln auf dem offenen Markt ist auch noch einmal etwas anderes als die Verlagerung von Titeln aus einer Geschäftsbank in eine Bad Bank. Letzteres verhindert vor allem den weiteren Absturz der Preise, der mit Notverkäufen verbunden ist. Ich nehme an, Sie kennen die Literatur über Cash-in-the-Market Pricing als Quelle von systemischen Externalitäten in Liquiditätskrisen.

Bei Bagehot geht es, wie in der Literatur über Cash-in-the-Market Pricing, darum, dass Preiseinbrüche in einer Panik wenig mit den Veränderungen der Fundamentalwerte und viel mit den Liquiditätsproblemen der Finanzinstitute zu tun haben. Die Kurseinbrüche im Herbst 2008 hatten ja viel mit dem durch Reserve Primary ausgelösten Run auf die Geldmarktfonds zu tun und dem dazu induzierten bzw. verstärkten Run der Geldmarktfonds auf die Banken und nicht viel mit weiterer Information über die Schuldner der MBS und der CDOs.

Ihr Fokus auf die Zahlungsfähigkeit der Schuldner lässt mich vermuten, dass Sie die Liquiditätsprobleme für weniger wichtig halten - trotz der Erfahrung von 2008 (die übrigens in Europa 2011 wiederholt wurde, ebenfalls mit dem Rückzug der Geldmarktfonds als maßgeblichem Faktor). Trifft diese Einschätzung zu?

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

19.5.16

Lieber Herr Hellwig,

ich möchte an Hand von zwei Beispielen erläutern, was ich meine, wenn ich sage, dass die Zentralbanken nicht mehr die von Bagehot beschriebene Funktion des Lender-of-last-Resort ausüben.

1. Der schon diskutierte Fall der Irischen Zentralbank begann mit temporärer „Liquiditätshilfe“ (ELA) und endete mit der Übernahme der zweifelhaften Sicherheiten.
2. Im sub-prime Segment des US Hypothekenmarkts wurden Kredite vergeben, die nur bedient werden konnten, solange der Zins niedrig war und die Endtilgung durch Verkauf der Immobilien erfolgen konnte. Als der Zins stieg und die Immobilienpreise einbrachen, waren diese Schuldner insolvent, die Immobilien gingen an die Gläubiger und die Preise der Collateralised Mortgage

Obligations, in denen diese Kredite verpackt waren, gingen in den Keller. Als die Fed die Zinsen drückte und Wertpapiere kaufte, stiegen die Preise von Immobilien und CMOs wieder. Wenn mit wenig produktiven Krediten Geld geschaffen wird, sollte man erwarten, dass der innere Geldwert sinkt, weil der Geldschaffung keine entsprechende Zunahme der Produktion gegenübersteht. Da die Konsumentenpreis-inflation am Boden liegt, entsteht der Eindruck, dass dies nicht der Fall ist. Es sieht so aus, also ob es da ein „Free Lunch“ gäbe. Ich fürchte jedoch, dass die Rechnung nur mit Verspätung präsentiert wird.

Inzwischen haben sich auch Druckenmiller und Soros als Skeptiker bezüglich der Zukunft unsere Kreditgelds geoutet und ihre Goldbestände kräftig aufgestockt. Vielleicht liege ich ja mit Analyse und Prognose falsch und es kommt ganz anders als ich befürchte. Aber da für institutionelle Anleger die Lagerkosten von Gold inzwischen geringer sind als die Kosten von Bankeinlagen, sehe ich Gold als billige Versicherung gegen eine mögliche nächste Krise an, in der das Kreditgeld unter die Räder kommen könnte.

Beste Grüße, Thomas Mayer

Lieber Herr Hellwig:

die cash-in-the-market und fire sale Theorien sind hübsch und werden häufig im Zusammenhang mit 2008 genannt. Allerdings: abgesehen von den Verkäufen an die Fed gab es kaum "sales". Darf man eine Situation als fire sale bezeichnen, wenn gar keine oder kaum Verkäufe stattfinden? Na klar, man darf alles, aber das Bild hängt arg schief.

MfG, Harald Uhlig

Lieber Herr Uhlig,

cash- in-the market market pricing und fire sale Modelle sind nicht nur hübsch, sondern enthalten auch Ideen, die in der Analyse von Vorgängen in der Realität nützlich sind, etwas, was man nicht von allen Modellen sagen kann, ob sie nun hübsch sind oder nicht, und ob man sie in ein kalibrierbares DSGE einbauen kann oder nicht. Die Idee ist sehr einfach: Wenn Investoren aus irgendwelchen Gründen Geld brauchen und Assets verkaufen wollen, hängen die Preise nicht nur von den theoretischen Fundamentalwerten ab, sondern auch davon, ob es genügend potentielle Käufer im Markt gibt. Wenn das nicht der Fall ist, können die Preise sinken, bei völlig unelastischer Nachfrage sogar soweit, dass die potentiellen Verkäufer von einem Verkauf Abstand nehmen.

Bei Allen und Gale und der nachfolgenden Literatur wird ausgeführt, dass in einem unvollständigen Marktssystem die Ex-ante-Anreize zum Halten liquider Mittel (auch ohne Präsenz einer Zentralbank) typischerweise zu klein sind, da sie den mit solchem Cash-in-Advance-Pricing verbundenen Pareto-relevanten pekuniären Extremalitäten nicht hinreichend Rechnung tragen.

Im übrigen kann Cash-in-the-Market-Pricing erfolgen, auch ohne dass es Transaktionen gibt. In der intertemporalen Kapitalmarkttheorie gibt es viele Modelle mit Gleichgewichten, bei denen exogene Schocks die Preise bewegen, ohne dass sich die Gleichgewichtsallokation ändert.

Für die Lehman-Krise trifft dies allerdings nicht zu. Wenn Sie die Börsenstatistiken für September und Oktober 2008 ansehen, werden Sie feststellen, dass die Börsenwerte weltweit einbrachen, ich habe die Zahl von 20 Billionen Dollar im Kopf, das ist das Drei- bis Vierfache der Verluste 2000 - 2003; das geschah bei sehr regem Handel, deutlich reger als in den Monaten davor oder danach. Ihre Aussage, es habe keinen Handel mehr gegeben, betrifft im wesentlichen die toxischen Papiere, wobei man sich bei denen fragen kann, ob es da auch vor der Krise schon so viel Handel gegeben hat. Im übrigen ist das Ausfallen des Handels bei diesen Papieren auch ein Beispiel für Cash-in-the-Market-Pricing ohne Handel, wobei die Unelastizität der Nachfrage u.a. auf asymmetrischer Information beruhte, siehe Gorton, "Slapped by the INvisible Hand". In der Lehman-Krise brachen auch die Aktien ein, weil im Zuge des Zusammenbruchs der Geldmärkte die Banken Cash brauchten.

Es geht hier also nicht darum, dass man sich die Definitionen zurechtlegt, wie man will, sondern darum, dass man die Theorien, die es seit langem gibt, auf eine gegebene Situation anwendet. Es geht auch darum, dass man sich über die Details der Vorgänge in der gegebenen Situation genau informiert.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

20.5.16

An die Makro-Runde .Anbei schicke ich Ihnen die Korrespondenz der letzten Tage zu, um damit die neu hinzugekommenen Teilnehmer aufs Laufende zu bringen. Es sind dies: Isabel Schnabel, Dirk Krueger, Adalbert Winkler. Ferner noch mal die von mir aufgearbeitete Korrespondenz von Ende Februar bis 12. Mai.

Mit den besten Grüßen

Carl Christian von Weizsäcker

21.5.16

Lieber Herr Mayer,

in Ihrer vorletzten Mail hatten Sie behauptet, Zentralbanken würden den Wert der von ihnen übernommenen Schuldtitel dadurch steigern, dass sie den Schuldern Geld geben, mit denen sie ihre Schulden bedienen können. Ich hatte nach einem Beleg für diese Behauptung gefragt. Ihre Antwort geht stattdessen auf die Subprime-Krise ein. Als Beleg für Ihre Behauptung ist das ungeeignet. Allerdings hat Ihre Charakterisierung der Zentralbankpolitik in der Krise auch wenig mit den tatsächlichen Abläufen und Zusammenhängen zu tun.

Aufbau der Krise " Im sub-prime Segment des US Hypothekenmarkts wurden Kredite vergeben, die nur bedient werden konnten, solange der Zins niedrig war"

Hier verwechseln Sie den Marktzins und die Vertragsgestaltung für Subprime-Hypotheken. Auch 2004, als die Geldmarktzinsen bei 1-2% lagen, betrug der Zinssatz für Normalhypotheken ca. 6% und für Festzins-Subprime-Hypotheken 7-8% . (Sie finden die

Quellen in dem beigegeführten Reprint meiner Zijlstra Lecture von 2008. Ich schrieb damals, die steile Ertragskurve sei verführerisch gewesen, und realisierte nicht, dass die Letztinvestoren nur 10-30 Basispunkte verdienten (Acharya et al., JFE 2013) und im übrigen die 600 Basispunkte Differenz zwischen Hypothekenzins und Geldmarktzins an die Dienstleister gingen, die Hypothekemakler und -banken, die Verbriefungsbanken der ersten Stufe, die Verbriefungsbanken der zweiten Stufe (darunter Ihr früherer Arbeitgeber), die Rating Agenturen und die Anwaltsfirmen.)

Die Verträge für Subprime-Hypotheken sahen allerdings in den wenigsten Fällen feste Zinssätze vor. Vielmehr gab es einen niedrigen Einstiegszinssatz und dann vertraglich vorgesehene sehr steile Zinssteigerungen. Laut Gorton, Slapped by the Invisible Hand, bot diese Vertragsgestaltung ein effizientes Mittel, um das in den USA virulente Prepayment Risk zu eliminieren. Die vertraglich vorgesehenen Zinssteigerungen waren so gestaltet, dass es nach zwei Jahren zu einer Nachverhandlung kommen müsste, bei der der Gläubiger am längeren Hebel säße. Ich teile Gortons Einschätzung nicht, denn er vergisst das Problem der begrenzten Zahlungsfähigkeit der Schuldner, merke aber an, dass es sich hier um einen markt-generierten Versuch zur Lösung eines gegebenen Risikoallokationsproblems handelte. Die niedrigen "Teaser Rates" bei Subprime-Hypotheken mit den niedrigen Geldmarktzinsen zu verwechseln, ist nicht statthaft. Es ist auch nicht statthaft, die Zentralbank für die Vertragsgestaltung der privaten Parteien verantwortlich zu machen. Ehe Sie gleichwohl versuchen, hier eine Kausalitätsbeziehung herzustellen, sei darauf hingewiesen, dass die Qualität der 2006 und 2007, bei schon wieder hohen Zinssätzen der Fed, vergebenen Hypotheken deutlich schlechter war als die der 2003 oder 2004, bei extrem niedrigen Geldmarktzinssätzen vergebenen Hypotheken. Siehe das in meinem Artikel ausführlich zitierte Papier von Demyanyk und Van Hemert, das bald danach im Review of Financial Studies publiziert wurde.

" und die Endtilgung durch Verkauf der Immobilien erfolgen konnte."

Viele Hypotheken sahen gar keine Tilgung vor. In einem Regime, in dem Schuldzinsen von der Bemessungsgrundlage der Einkommensteuer abgezogen werden können, will man nicht tilgen, sondern bei höheren Bewertungen der Immobilien die Schulden erhöhen, um sich neue elektronische Gadgets o.ä. leisten zu können. Die Aussicht auf steigende Immobilienpreise spielte insofern eine Rolle, als sie den Banken und den Rating Agenturen einen Vorwand bot, sich nicht erst um die Zahlungsfähigkeit der Schuldner zu kümmern. Auch dazu siehe meine Zijlstra Lecture und die darin enthaltene Überlegung, dass diese Einschätzung auf Naivität und auf mangelndem Verständnis der Zusammenhänge beruhte, auch das ein Fall von Marktversagen, den Sie bitte schön nicht der Zentralbank zuschreiben sollten. Meine Zijlstra Lecture enthüllt auch einiges zur Frage, warum die Marktteilnehmer sich so dumm verhalten haben. Als Originalquelle ist dazu der UBS Report to Shareholders on UBS's Writedowns zu empfehlen; dieser macht sehr deutlich, dass es auf Seiten der Konzernleitung nie eine gesamthafte Analyse des Geschäftsmodells der Verbriefung von MBS (Schaffung von CDOs) und der damit verbundenen Risiken gegeben hat, weil UBS Investment Bank das zu verhindern wusste.

Ehe Sie an dieser Stelle einwenden, (i) das seien doch nicht die Investmentbanken gewesen, sondern die "government sponsored enterprises" Fannie und Freddie, und (ii) die eigentliche Verantwortung liege doch beim Kongress, dessen "Reform" des Community Reinvestment Act

die Subprime-Kreditvergabe erzwungen habe: Beides sind Argumente, die gerne benutzt werden, um der Frage nach der Verantwortung der privaten Akteure aus dem Weg zu gehen, beides ist aber empirisch nicht zu belegen. Zu (i) ist festzustellen, dass die Expansion von Subprime 2003-6 vorangetrieben wurde von den Investment-Banken, die gleichzeitig auf dem Umweg über die Politik dafür sorgten, dass Fannie und Freddie ihre Marktanteile zurücknahmen (2004 deutlich weniger als 2003). Fannie und Freddie hatten den Markt früher dominiert und dabei den Qualitätsstandard für "prime" etabliert. Sie selbst gingen erst sehr spät in subprime, als die Märkte schon einbrachen und der Kongress Druck ausübte, sie möchten doch die Märkte stützen. Zu (ii) siehe die empirischen Ergebnisse von

G. *Canner* und N. *Bhutta* . Subject: Staff Analysis of the Relationship between the CRA and the Subprime Crisis, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 2008 www.federalreserve.gov/newsevents/speech/20081203_analysis.pdf , L. *Ellis*, The housing *meltdown* : Why did it happen in the United States?, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel 2008, www.bis.org/publ/work259.pdf .

Die Krise: "Als der Zins stieg und die Immobilienpreise einbrachen, waren diese Schuldner insolvent, die Immobilien gingen an die Gläubiger"

Die Geldmarktzinsen stiegen schon 2004 und 2005 und erreichten 2006 - 2007 ein Plateau. Der "Einbruch" der Immobilienpreise erfolgte durchaus langsam, ab Sommer 2006. Für 2006 betrug die Steigerungsrate noch +7%. In 2007 sanken die Preise um 4%, dann 2008 um 15%. Die meisten Schuldner waren nicht insolvent und selbst bei Subprime haben viele Schuldner weiter gezahlt, dies auch, weil viele Subprime-Hypotheken die zweiten Hypotheken von Prime-Schuldner waren, die sich auf den gestiegenen Wert ihres Hauses Geld liehen, um Konsum zu finanzieren. Der IWF nannte 2008 Delinquency Rates von 1-2% bei Prime, und 25% bei Subprime, wobei das Volumen von Prime ein Vielfaches von dem von Subprime ist. Demyanyk und Van Hemert nennen Delinquency Rates 2007 von ca. 10% bei Fixed-Rate Subprime und 30-40% bei anders ausgestalteten Subprime Hypotheken genannte, wobei "Delinquency" definiert ist als Unregelmäßigkeit, insbesondere Zahlungsverzug um mehr als 90 Tage. Bei Delinquencies gehen die Immobilien auch nicht gleich an die Gläubiger, sondern die Gläubiger überlegen erst einmal, ob sie die Kosten eines Foreclosure-Verfahrens auf sich nehmen. Übrigens ging die forcierte Vergabe und Verbriefung von Subprime-Krediten noch im Frühjahr 2007 weiter.

" und die Preise der Collateralised Mortgage Obligations, in denen diese Kredite verpackt waren, gingen in den Keller."

Die Charakterisierung der Papiere ist telegraphisch verkürzt: Es muss eigentlich heißen "der Collateralized Debt Obligations, in denen die Mezzanine- und Equity Tranches der Mortgage-Backed Securities, in denen diese Kredite verpackt waren". Die europäischen Investmentbanken wie UBS und Deutsche, die beim Erstverbriefungsgeschäft nicht dabei waren, verlegten sich auf die Zweitverbriefung der nachrangigen Papiere aus der Erstverbriefung und freuten sich, dass sie viel Geld dabei verdienten (s.o.), wobei allerdings das Interesse an den Verdiensten aus der Zweitverbriefung einer Wahrnehmung von Market Discipline- Funktionen gegenüber den Erstverbriefern im Wege stand.

Im übrigen suggerieren Sie, die Preisrückgänge spiegelten allein die auf die Änderungen der Zinssätze und der Immobilienpreisentwicklung zurückzuführenden Qualitätsverschlechterungen. Wenn Sie das empirisch belegen könnten, wäre das ein revolutionärer Beitrag zur Literatur. Die Arbeiten, die ich dazu kenne, kommen zum Schluss, dass der Preisrückgang der Hypothekenverbriefungen und Verbriefungen von Verbriefungen etc. deutlich höher war, als einer realistischen Änderung der Erwartungen über die Fundamentalwerte entsprochen hätte. Meine Zijlstra Lecture gibt dazu eine pi x Daumen - Schätzung. Sowohl der IWF als auch die Bank of England haben 2009 und 2010 gründliche quantitative Studien dazu vorgelegt. Bei Gorton ist die Panikreaktion der Märkte relativ zu den tatsächlichen Kreditrisiken auch ein zentrales Thema.

Als Gründe werden angegeben: Lemons-Effekte (Gorton, Hellwig), Liquiditätsknappheit (Gorton) sowie Eigenkapitalknappheit der Banken (Hellwig, Acharya et al.).

Erholung nach der Krise

" Als die Fed die Zinsen drückte und Wertpapiere kaufte, stiegen die Preise von Immobilien und CMOs wieder"

Die Fed intervenierte 2008, der Anstieg der Preise von Immobilien und CMOs erfolgte ab 2011/12. Post hoc ergo propter hoc? Mit langen und variablen Lags?

Im übrigen sind die Immobilienpreise nach wie vor deutlich unter dem Niveau von 2007, bei Zinsen, die noch unter denen von 2002-2004 liegen. Und die Zinssenkungen sind kaum den Altschuldnern zugute gekommen.

Zurück zu Bagehot: Die Intervention der Fed 2008 ff. ist kein Beispiel dafür, dass die Zentralbank die Bonität der Schuldner wiederherstellt, indem sie ihnen Geld gibt, so dass sie zahlen. Soweit mir bekannt ist, hat die Fed keinem Hypothekenschuldner Geld gegeben.

Die Intervention der Fed ist allerdings ein Beispiel dafür, dass der Kauf von Vermögenswerten durch die Zentralbank ein gutes Geschäft sein kann, wenn die Marktbewertungen durch Panik geprägt sind. Das ist zwar kein Beispiel für Bagehots "Lend freely", es ist aber ein Beispiel dafür, dass eine Intervention sinnvoll sein kann, die auf "Normalwerte" der Papiere abstellt, die Wirkungen der Panik beschränkt und langfristig eine Rückkehr zur Normalität fördert.

Nun geben Sie zwei Beispiele, die belegen sollen, dass "die Zentralbanken nicht mehr die von Bagehot beschriebene Funktion des Lender of last resort ausüben", Irland und die Subprime-Krise. Abgesehen davon, dass die tatsächlichen Zusammenhänge der Subprime-Krise Ihre Vorstellung nicht stützen, können die Beispiele das aber gar nicht belegen, denn es hat niemand behauptet, dass Zentralbanken NUR als lender of last resort fungieren. Wenn Sie also zwei Beispiele haben, wo sie etwas anderes machen, so heißt das nicht, dass sie diese Funktion gar

nicht mehr ausüben. Wenn ich hier diese E-Mail schreibe, heißt das ja auch nicht, dass ich keine formale Theorie mehr mache.

Mit Ihrer Aussage, dass Zentralbanken diese Funktion nicht mehr ausüben, übersehen Sie allerdings einige Aktivitäten der letzten zehn Jahre. Ich sehe die Interventionen der Fed 2008 durchaus in der Tradition von Bagehot. Neben dem Aufkaufen von Verbriefungen bzw, dem Akzeptieren von Verbriefungen als Sicherheiten gehört dazu auch das Engagement bei AIG, das nebenbei bemerkt einer großen Zahl global tätiger Banken, darunter auch der Deutschen Bank die Peinlichkeit ersparte, ihre Forderungen gegenüber AIG aus Credit Default Swaps abschreiben zu müssen. (Fanden und finden Sie diesen Bailout eigentlich auch anstößig?)

Im übrigen war die LTRO von 2011/2012 ein klassisches Beispiel für eine Lender of last resort Operation. Nach dem Rückzug der US Geldmarktfonds aus den europäischen Banken im Sommer 2011, den Sorgen um die Solvenzprobleme der europäischen Banken im Zuge des griechischen Schuldenschnitts und dem Deleveraging der Banken als Folge der Tatsache, dass die beim Oktobergipfel der EU beschlossene Erhöhung der EK-Anforderungen als Verhältniszahl und nicht als absoluter Wert angegeben war, befanden sich die Märkte (und die Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken) im November 2011 in einer Abwärtsspirale, die der des September 2008 durchaus ähnelte. Die 1000 Mrd. Euro an Zentralbankgeld, die Draghi in das System pumpte, ließen alle Sorgen um die Refinanzierung der Banken verschwinden und stabilisierten das System. Klassischer LoLR. Die Operation hatte keine Auswirkungen auf die Inflation - und die Erhöhung der Zentralbankgeldmenge war bis Mitte 2014 fast vollständig zurückgenommen.

Sie schließen Ihre Mail mit einigen grundsätzlichen Bemerkungen zum Thema Geldschöpfung. Ich werde in einer späteren Mail darauf zurückkommen. Vorab nur der Hinweis, dass es angebracht wäre, bei diesem Thema jeweils genau zu unterscheiden, ob es um Zentralbankgeld geht oder um die Geldschöpfung der Einlagenbanken oder um die Quasi-Geldschöpfung im Schattenbanksektor. In unserer Diskussion bisher, einschließlich Irland und Bagehot, geht es um Zentralbankgeld. Ihr Verweis auf "Kreditgeld" scheint sich auf die Geldschöpfung der Einlagenbanken zu beziehen, was auch Ihrem Engagement für Vollgeld entspräche. Ihr Verweis auf den Aufbau der Risiken vor 2007 müsste sich allerdings auf die Quasi-Geldschöpfung im Schattenbanksektor beziehen, denn dieser war maßgeblich für das Wachstum des Finanzsektors und die Finanzierung der Immobilienblase in den USA verantwortlich. Dazu die Frage: Wie wollen Sie im Rahmen eines Vollgeldsystems mit dem Schattenbanksektor (Geldmarktfonds, Hedge Fonds) umgehen?

Mit freundlichen

Martin Hellwig

22.5. 16

Lieber Herr Homburg,

in Ihrer Mail vom 12. Mai haben Sie Ihre Position zu strittigen Punkten zusammengefasst. Das ist in diesem E-Mail-Austausch naturgemäß etwas pauschal. Ich glaube, dass man zu differenzierteren Aussagen kommt, wenn man zu verschiedenen Aspekten der strittigen Punkte in die Details geht. Ich habe einiges dazu zusammengeschrieben und füge den Text in der Anlage bei.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Attachment:

Martin Hellwig
MPI Gemeinschaftsgüter, Bonn

Lieber Herr Homburg,

im folgenden gehe ich im Detail auf einige der in Ihrer Mail vom 12. Mai aufgeworfenen Fragen ein. IN Anbetracht der Entschiedenheit Ihrer wirtschaftspolitischen Schlussfolgerungen hätte ich es begrüßt, wenn Sie etwas mehr im Detail argumentiert hätten, sowohl in Sachen Lender of the Last Resort als auch in Sachen Geldpolitik als auch in der Frage, wie die niedrigen Realzinssätze zu interpretieren sind.

Lender of the Last Resort

1. Für eine *reine* Vollgeld-Bank braucht man keinen Lender of the last resort; eine solche Bank kann nicht insolvent und auch nicht illiquide werden. Allerdings ist nicht klar, wie eine solche Bank Gewinne erwirtschaften bzw. ihre Kosten decken kann. Sie müsste wohl ähnlich wie die Gepäckaufbewahrung am Bahnhof arbeiten und Gebühren verlangen. (Man könnte auch die Frage stellen, ob die reine Vollgeldbank nicht ohnehin nur eine Filiale der Zentralbank ist.)

Eine Bank, die illiquide und insolvent werden kann, hat auch noch ein anderes Geschäft. Eine Krise bei diesem Geschäft kann Lender-of-the-last-resort-Interventionen veranlassen. Paradebeispiel ist Lehman Brothers, eine Bank, die kein Einlagengeschäft hatte, die auch nichts mit dem Zahlungsverkehr zu tun hatte und doch in hohem Maße „systemrelevant“ war. Die Politik hat aus der Lehman-Krise den Schluss gezogen, dass man ein solches Institut nicht einfach in ein Insolvenzverfahren gehen lassen kann. Um Ihre gegenteilige Position überzeugend zu vermitteln, müssten Sie begründen, warum Sie die Kosten eines Einbruchs wie im September 2008 für vernachlässigbar halten.

2. Ihre Ausführungen zur Lender-of-the-last-resort-Funktion unterscheiden nicht zwischen Liquiditäts- und Solvenzproblemen. Sind Sie auch gegen Interventionen zur Behebung von Liquiditätsproblemen? Laut Bagehot eine gute Sache. Lend freely to solvent banks at penalty rates against good collateral, valued at normal-time prices. Übrigens auch profitabel. Wie ich schon Herrn Mayer schrieb Die Fed behauptet, dass sie auf die AIG-Rettung einen Gewinn gemacht hat. Spielt das für Ihr Denken eine Rolle?
3. Sie sagen wenig zu den Kosten von Krisen. Die Weltwirtschaftskrise scheint in Ihrem Denken keine Rolle zu spielen. Das Wort „Rezessionen“ in Ihrer Benennung der erforderlichen Abwägungen wirkt jedenfalls als Untertreibung, wenn man die damalige Erfahrung einbezieht. Laut Born (1969) hatte die deutsche Bankenkrise von 1931 eine weitere Absenkung des BSP von 80% des Vorkrisenniveaus auf 60% des Vorkrisenniveaus zur Folge und eine weitere Senkung der Beschäftigung um 2 Millionen. Soll ich Sie so verstehen, dass es gut war, dass die Reichsbank wegen der Unterdeckung der Bargeldausgabe ihre Unterstützung für die Geschäftsbanken stoppen musste, so dass die

Banken geschlossen werden mussten und Zahlungsverkehr und Kreditgeschäft auch nach der Wiederöffnung erheblich beeinträchtigt waren.

Übrigens war Deutschland kein Einzelfall. Laut Bernanke (JMCB 1995) war die Depression durchweg dort besonders stark, wo es Banken Krisen gab, ebenso dort, wo man am Goldstandard festhielt bzw. festhalten musste.

4. Ihren Hinweis auf den Zusammenhang von Finanzkrisen und Rechtsradikalismus verstehe ich nicht. Sie scheinen den Rechtsradikalismus als Ergebnis der Empörung über die Bankenrettungen anzusehen. Wenn ich die deutsche Erfahrung von 1928 bis 1933 ansehe, denke ich eher an eine Empörung über den katastrophalen Gang der Wirtschaft. Die Young-Plan-Kampagne bezog einen Teil ihres Rückhalts aus der in Deutschland bereits 1928 einsetzenden Rezession (noch vor dem Börsenkrach in New York und lange vor der Bankenkrise), desgleichen der NSDAP-Wahlerfolg von September 1930. Und bei den politischen Wirkungen der Bankenkrise denke ich eher an die Empörung über den oben beschriebenen Einbruch der Wirtschaft 1931/2 als an die Empörung über Jakob Goldschmidt (Danatbank). Letztere spielte auch eine Rolle, aber vor allem mit dem Tenor „Die sind schuld daran, dass es Euch/uns so schlecht geht“.

Man soll Geschichte nicht im Irrealis konjugieren, aber es gibt m.E. gute Gründe für die Vorstellung, dass es den 30. Januar 1933 ohne die Bankenkrise nicht gegeben hätte. Man muss das allerdings nicht in die Kosten-Nutzen-Betrachtung von Bailouts hereinnehmen – das Jahr 1932 war schrecklich genug. Mich würde aber interessieren, wie genau Sie sich den Zusammenhang von Bankenrettungen und Rechtsradikalismus vorstellen und wie Sie dabei die deutsche Erfahrung von 1931 bis 1933 einordnen.

5. Man kann sich einen Kausalnexus Bailoutgarantien – Moral Hazard – Krisen – Rechtsradikalismus vorstellen, d.h. (erwartete) Bailouts beeinflussen die politische Stimmung nicht so sehr direkt, in der Krise, sondern indirekt, durch Schaffung von Moral Hazard und Erhöhung der Wahrscheinlichkeit einer Krise. Als Theorie wirkt das überzeugend, aber wie tragfähig ist das empirisch?

Ich bezweifle, dass Jakob Goldschmidt beim Einstieg in die Nordwolle 1927 von der Erwartung ausging, dass die Reichsbank oder die Reichsregierung ihn retten würde, wenn das Unternehmen schiefgehen sollte. Er verfolgte mit der Danatbank eine aggressive Expansionsstrategie, und da war er bereit, die Rolle der Hausbank bei einem Großunternehmen zu übernehmen, dem die Kollegen von der Berliner Handelsgesellschaft gerade eine Kreditausweitung verweigert hatten. (Zum Thema aggressive Expansionsstrategie lohnt es sich, den UBS-Bericht von 2008 zu lesen, über den ich in meiner Zijlstra Lecture referiere.)

Ich bezweifle auch, dass Richard Fuld oder Hank Greenberg bei ihren riskanten Aktivitäten berücksichtigten, dass sie ggfs. vom Staat „gerettet“ werden könnten. Fuld scheint bis zum Schluss geglaubt zu haben, er sei das Opfer einer Verschwörung von Short Selling Hedge Funds, und Greenberg prozessiert heute noch, weil er die „Rettung“ durch den Staat nicht für nötig hielt und ablehnt. (Allerdings war klar, dass die Forderung von Goldman zur Stellung zusätzlicher Sicherheiten als Voraussetzung für die Fortsetzung der Liquiditätskredite nicht erfüllt werden konnte und die Gesellschaft also ohne die bei der Fed beantragte Liquiditätshilfe zahlungsunfähig werden würde. Es war auch klar, dass ein Zusammenbruch von AIG erhebliche systemische Rückwirkungen haben würde, da alle großen Banken bei AIG Credit Default Swaps gekauft hatten und im Falle eines Ausfalls erhebliche Abschreibungen hätten tätigen müssen.¹)

Im übrigen wäre in diesem Zusammenhang zwischen der „Rettung“ von Banken und der „Rettung“ von Individuen zu unterscheiden. Eine Analyse von Moral Hazard durch „Bankenrettungen“ muss auf die individuellen Anreize abstellen. In einem Gespräch über den Fall Northern Rock sagte mir einmal ein Mitarbeiter der Bank of England, Mervyn King habe diesen Unterschied nicht verstanden. Sein Vorgänger hätte in einer solchen Situation dem CEO der Bank einfach gesagt: I will be happy to

¹ Für alle, die die Krise nur als Ergebnis von Staatsversagen ansehen: Im Jahresbericht für 2007 schreibt AIG, dass von ca. 300 Mrd. \$ von insgesamt ca. 500 Mrd. \$ an ausstehenden Credit Default Swaps nichts mit Risiken zu tun hätten, sondern nur den Zweck hätten, europäischen Banken die Möglichkeit zu geben, die regulatorischen Eigenkapitalanforderungen zu reduzieren. Und bei Lewis, The Big Short, können Sie lesen, dass die Leute von AIG Financial Products keine Ahnung hatten, wie hoch der Subprime-Anteil in den MBS und CDOs war, deren Kreditrisiken sie versicherten (95%). Gary Gorton, der in seiner Eigenschaft als Berater von AIG FP diesen Anteil auf 10% einschätzte, glaubt heute noch, dass es bei Subprime keine Solvenzprobleme gab.

discuss these problems with your successor. Mervyn King sei eben nicht Central Banker, sondern Finanzwissenschaftler gewesen.

Sowohl Goldschmidt 1931 als auch Cayne (Bear Stearns), Fuld (Lehman Brothers) oder Greenberg (AIG) 2008 erlitten schwere Verluste, an Ansehen, Macht und Geld. Keiner von ihnen musste bzw. muss darben, aber das, was ihr Leben ausgemacht hatte, war verspielt. Wenn wir auf Anreizwirkungen der Antizipation von „Rettungen“ im Misserfolgsfall abstellen wollen, müssen wir m.E. diese Dinge mitberücksichtigen. Wie sehen Sie das?

6. Die „Rettung“ von Banken (im Unterschied zu den Bankmanagern) ist vor allem eine Rettung der Gläubiger der Banken. Ich hatte schon in einer früheren Mail darauf hingewiesen, wer da alles bei HRE gerettet wurde. Ihr nachfolgender und jetzt wiederholter Hinweis auf die Wahlkampfbeiträge von Goldman und Citi geht am Kern dieses Problems vorbei. Die Wahlkampfbeiträge dienen vor allem zur Beeinflussung der Regulierung im Interesse der Bankmanager, die Rettung im Nachhinein dient dem Schutz derer, die der Bank ihre Mittel gegeben haben. Und wenn das die Masse der Bevölkerung ist oder auch aber ein wichtiger Bestandteil der Eliten, dann wird jede Regierung weich, ganz unabhängig von den Wahlkampfspenden. Die Wahlkampfspenden – sowie die vermutete und behauptete Sachkompetenz – haben allerdings einen Einfluss auf die nachfolgenden Reformen bzw. den Mangel daran. (Dass die Bemühungen der Branche um einen erneuten Abbau der Regulierungen, vor allem der Eigenkapitalanforderungen, bei der Politik derzeit viel Anklang finden, gehört in diesen Zusammenhang. In London hat der Wechsel von King zu Carney zu einem deutlichen Regime-Wechsel geführt, mit erheblichem Austausch des maßgeblichen Personen, das alles unter der Überschrift „Die City muss noch um vieles größer werden!“)

7. Beim Thema „Rettung der Bankgläubiger“ noch einmal zurück zu Deutschland 1931: In der Krise wurden die Banken verstaatlicht, Transaktionen wurden erheblich eingeschränkt, und die Devisenbewirtschaftung eingeführt. Im Zuge der Verstaatlichung wurde den Banken neues Eigenkapital zugeführt, teilweise durch einen Fonds, der durch Gewinne der Reichsbank gespeist wurde. Diese waren 1931 besonders hoch, da die Reichsbank zur Bremsung von Devisenabflüssen den Diskontsatz auf über 10% erhöht hatte.

Verstehe ich Sie richtig, dass Sie auch diese Maßnahmen für falsch halten und es vorgezogen hätten, die Banken wären in Insolvenzverfahren gegangen mit entsprechenden Verlusten auf ALLE Einlagen, mit möglichen Totalverlusten für einen großen Teil der Bevölkerung? Wäre das ein angemessenes Mittel gewesen, um das Moral Hazard zu begrenzen, das darin besteht, dass jemand sein Geld in ein normales Bankkonto tut? Und wäre das ein angemessenes Mittel gewesen, um den weiteren Aufstieg der Nazis zu verhindern? Aus Ihrer Mail könnte man das zumindest schließen.

8. Nach Ihrer Logik dürfte es eigentlich auch keine staatlich finanzierte Feuerwehr geben außer allenfalls zur Brandlöschung bei Blitzschlag. Wenn die Leute damit rechnen, dass ggfs. die Feuerwehr hilft, so werden sie unvorsichtig sein bei der Verlegung elektrischer Leitungen oder dem Aufstecken von Kerzen am Weihnachtsbaum. Und die Nachbarn haben auch keinen Anreiz, darauf zu achten, wie dick die Brandmauern sind bzw. wer das genau ist, an dessen Haus sie da anbauen.

Ich vermute, Sie sind nicht wirklich dagegen, dass Feuerwehren Brände löschen, würde aber gerne wissen, wo GENAU Sie den Unterschied zu den Banken sehen. Die externen Effekte von Bankzusammenbrüchen auf Dritte können ähnlich groß sein wie die externen Effekte von Bränden.

9. Mit dem Vorstehenden will ich nicht bestreiten, dass Moral Hazard wichtig ist. Natürlich gibt es eine Menge Moral Hazard im Finanzsektor – das ist gerade eine Botschaft des Buchs „The Bankers' New Clothes“. Mir fällt aber auf, dass dieses Moral Hazard zumeist gar nicht wahrgenommen wird, sondern als Teil des Normalgeschäfts betrachtet wird – und das auch von Ökonomen, die allerdings geprägt sind durch die Vorstellung, dass das, was wir in der Wirtschaft beobachten, in irgendeiner Form effizient sein muss. Ich habe jedenfalls die Erfahrung gemacht, dass unser Plädoyer dafür, die Haftung der Bankeigentümer und –manager dadurch zu verbessern, dass Banken deutlich mehr mit eigenen Mitteln arbeiten müssen, nicht nur von der Lobby, sondern auch von Wissenschaftlern ohne größere Diskussion als Dirigismus beiseite geschoben wird. Dass Moral Hazard nicht nur durch Staatseingriffe, sondern auch durch die gegebene Interessenkonstellation im Finanzsektor begründet sein kann, wird oft verdrängt. Und der Hinweis auf die Rolle der Geldpolitik und die Community Reinvestment Act helfen, die Verantwortung der maßgeblichen Institutionen und Personen des Finanzsektors für die Fehlentwicklungen vor der Krise zu negieren. Einige Beispiele:

Beispiel Fristentransformation. In jedem Banklehrbuch kann man lesen, Fristentransformation sei eine der zentralen Funktionen von Banken. Fristentransformation setzt die Banken (und Versicherer) den mit Zinsänderungen verbundenen Risiken aus, bei langfristigen Investitionen dem Risiko, dass Refinanzierungskosten steigen bzw. Marktbewertungen der Assets sinken, bei kurzfristigen Investitionen dem Risiko, dass Neuanlagen nur zu niedrigen Zinssätzen möglich sind. In einem Artikel im EER 1994 zu diesem Thema habe ich gezeigt, dass eine derartige Übernahme von Zinsänderungsrisiken durch den Intermediär nicht effizient ist. Der Intermediär sollte Liquiditätstransformation betreiben, d.h. den Anlegern Titel geben, die liquider sind als seine eigenen Anlagen, dies aber in einer Form, bei der die Makrorisiken, z.B. Zinsänderungsrisiken, von den Anlegern getragen werden. Die goldene Bankregel, Maturity Matching, würde genau das bewirken, aber das befolgen die Banken nicht. Warum? Ich vermute Moral Hazard, motiviert durch den Wunsch zusätzliche Renditen zu verdienen, und die bekommt man nur bei Makrorisiken.

Beispiel Verschuldung: Fast alle Theorien der Bankeinlagen, die wir haben, erklären die hohe Verschuldung von Banken als optimale Reaktion auf bestimmte Informations- und Anreizprobleme. Die Aussage, dass bestehende Verschuldung den Anreiz zu zusätzlicher Verschuldung erhöht, weil die damit verbundenen Risiken zumindest teilweise von den Altgläubigern getragen werden, wird nicht berücksichtigt, auch nicht die Aussage, dass die Kurzfristigkeit der Verschuldung eine Reaktion auf eben dieses Moral Hazard sein kann – auf Seiten der Neugläubiger als Instrument sich eine De-facto-Priorität zu sichern, die unabhängig von der rechtlichen Prioritätshierarchie ist, auf Seiten der Altgläubiger als Schutz vor einer Übervorteilung durch zusätzliche Schuldenaufnahme ihres Schuldners. Und die Banker sagen, sie brauchen das, um flexibel zu sein, und lassen sich vom Kongress auch noch eine Befreiung für Repo-Collateral vom Konkursverfahren geben.

Beispiel Geldschöpfung: Thomas Mayer und verschiedene Leute bei der Bank of England vertreten die Auffassung, die Vorstellung von Einlagen als Schulden der Banken sei falsch; Einlagen fungierten als Geld, sie würden durch Kreditschöpfung geschaffen, und das Banksystem insgesamt könne das Niveau der Bankeinlagen autonom bestimmen, in Abhängigkeit von der Profitabilität der Kreditvergabe. Der Einwand von Tobin, Commercial Banks as Creators of Money, aus Sicht der einzelnen Bank sei die Einlage eine kurzfristige Schuld, die jederzeit angezogen werden könne, wird mit dem Argument beiseite gewischt, die abgezogenen Gelder gingen ja (normalerweise, in Griechenland war es anders) nicht unter die Matratze, sondern in eine Einlage bei einer anderen Bank. Und von dort könne die erste Bank sich das Geld ja jederzeit auf dem Interbankenmarkt zurückholen. Das Argument beschreibt die Funktionsweise der Interbankenmärkte vor 2008 und das Denken der Banker in dieser Zeit, übergeht aber die Tatsache, dass die Interbankenmärkte 2008 (und in Europa noch einmal 2011) zusammenbrachen. Man verdrängt die Friktionen, die zu dem gehören, was man als Normalgeschäft betrachtet.

Isabel Schnabels Dissertation (siehe J Econ Hist 2004 und Int J of Money and Finance 2009) enthält die Aussage, die Krise von 1931 sei u.a. deshalb so dramatisch gewesen, weil die Großbanken mit Zweigstellennetzen relativ wenig liquide Mittel hatten und diese überwiegend in Form von rediskontierbaren Papieren, so dass sie auf die Reichsbank angewiesen waren. Laut Tilly (JITE 1990) war der Wechseldiskont ein Grund dafür, warum deutsche Banken – im Unterschied zu den englischen – bereit waren, langfristige Investitionen zu finanzieren; sie setzten darauf, dass sie Liquiditätsprobleme ggfs. mit Hilfe der Reichsbank lösen könnten. Und dabei privilegierte die Reichsbank die Großbanken mit Zweigstellennetzen, und die stellten sich darauf ein (Schnabel 2009). 1931 konnte die Reichsbank dann nicht mehr.... Auch hier ein Beispiel für Moral Hazard als Teil des normalen Geschäftsgangs.

10. Ich komme zurück auf die Rolle von Illiquidität und Insolvenz. In meiner Antwort auf Thomas Mayer habe ich geschrieben, der LTRO von 2011/12 sei ein klassisches Beispiel für eine LoLR-Intervention. Im Sommer 2011 hatten die US-amerikanischen Geldmarktfonds sich aus der Refinanzierung europäischer Banken zurückgezogen, u.a. da sie befürchteten, der griechische Schuldenschnitt werde die Solvenz bedrohen. Die Banken reagierten durch Asset-Verkäufe, was u.a. die abrupte Börsenentwicklung erklärt. Es folgte das Rekapitalisierungsmandat des EU-Gipfels (9% der risikogewichteten Assets bis 30.6. 2012), das nicht als Betragsgröße, sondern als Verhältniszahl formuliert wurde, so dass die Banken einen Anreiz hatten, Assets zu verkaufen und nachrangige Schulden zurückzukaufen, wie bei Admati et al., The Leverage Ratchet Effect, beschrieben. Die Folge war ein weiterer dramatischer Rückgang der Börsen, verbunden mit einer erheblichen Beeinträchtigung der Geldmärkte. Die 1000 Mrd. €, die der LTRO in das System gab, stabilisierten die Refinanzierung der Banken und stoppten die Systemimplosion.

Unter den Banken, die von dieser Maßnahme profitierten, waren etliche, deren Solvenz als zweifelhaft betrachtet werden musste. Wenn man sich 1% das Geld bei der Zentralbank leiht und es zu 4 oder 5% an den eigenen Souverän ausleiht, macht man eine schöne Marge, die auch hilft, die Solvenz wiederherzustellen. („Whatever it takes“ hat diese Margen dann kaputt gemacht.) Allerdings hatte die EZB nicht die Möglichkeit, zwischen solventen und insolventen Banken zu unterscheiden, denn die Prüfung der Bücher und die Beurteilung der Qualität der Assets obliegen der Aufsicht.

11. Kann man wirklich von LoLR reden, wenn die Banken möglicherweise insolvent sind? Das ist zum einen eine Frage der Semantik. Wenn ich LoLR so definiere, dass nur Bagehots „Lend freely against good collateral to solvent banks at penalty rates“ darunter fällt, so ist die Antwort natürlich „nein“. Aber das ist tautologisch. Und es ist auch nicht operational. Der Begriff der Insolvenz ist nur in der Theorie wohl definiert, in der Praxis ist er nicht operational. (Das ist mit ein Grund dafür, warum das US-amerikanische Konkursrecht den deutschen Tatbestand der Überschuldung nicht kennt, wohl aber den im deutschen Recht mit diesem Begriff verbundenen Tatbestand des treuwidrigen, betrügerischen Verhaltens, etwa durch Zahlungen, die die Konkursmasse schmälern.) Die theoretische Definition von Insolvenz als einem Zustand, in dem der Wert der Aktiva kleiner ist als die Verbindlichkeiten, setzt voraus, dass man die Aktiva eindeutig bewerten kann. Jedoch besteht zumeist ein erheblicher Unterschied zwischen Going-Concern- und Gone-Concern-Bewertung. Nach Gone-Concern-Bewertung sind vermutlich die meisten Unternehmen insolvent, da es für die Assets gar keine richtigen Märkte gibt. Nach Going-Concern-Bewertung? Hier braucht man Vorhersagen über die Entwicklung des Schuldendienstes u.ä. Diese Vorhersagen sind in der Praxis meist nicht objektiv zu treffen bzw. nachzuprüfen und sind dann stark politisch beeinflusst. Das gilt auch für die Vorhersagen von Wissenschaftlern über die Solvenz von Banken, wobei diese sich oft selbst dann äußern, wenn sie die internen Informationen gar nicht kennen (Anmaßung von Wissen?).
12. Aber selbst wenn man Solvenz genau beobachten könnte, wäre zu überlegen, ob die Bagehot-Regel wirklich angemessen ist. Bagehot formulierte diese Regel, als die Zentralbank selbst ein Solvenzrisiko hatte, da sie unter dem Goldstandard zur Einlösung ihrer Noten in Gold verpflichtet war. (Die Sorge um die Goldreserven war übrigens ein Grund, warum die Zentralbanken in der Weltwirtschaftskrise kaum als LoLR agierten; siehe Eichengreen, Golden Fetters 1992.) In einer Welt ohne Einlösungspflicht gibt es diese Risiken für die Zentralbanken nicht mehr. Kann dann eine Abweichung von Bagehots Bedingungen sinnvoll sein?

Wenn ich auf das Beispiel von 1931 sehe, ist meine Antwort uneingeschränkt „ja“. Die Kosten dieser Krise waren so hoch, dass eine Vermeidung durch „Rettung“ der Banken, auch der insolventen Danat-Bank, vorzuziehen gewesen wäre.

Herr Mayer schreibt, er glaube nicht, dass es ein „Free Lunch“ gebe. Es gibt auch kein „Free Lunch“. Die Unterstützung der Geschäftsbanken durch die Zentralbank bedeutet immer auch, dass die Geschäftsbanken am Seigniorage-Gewinn der Zentralbank beteiligt werden. Das sind Kosten für die Steuerzahler. Wenn die südeuropäischen Banken 2011/12 zusätzliche Gewinne machten, weil sie sich das Geld zu 1% bei der EZB leihen konnten und zu 4 oder 5% an ihre Souveräne verleihen konnten, so kam diese Marge den Banken zugute und nicht der EZB; hätte die EZB die Staatsanleihen unmittelbar gekauft, *horribile dictu*, so hätte sie selbst diese Margen verdient und den deutschen Steuerzahler mit einer größeren Ausschüttung beglücken können. Diese Aussage gilt übrigens unabhängig davon, ob die betreffenden Banken de facto solvent oder insolvent waren.

Im Umgang mit solchen Verteilungseffekten müssen wir uns aber auch bewusst sein, dass die Zentralbank eine Bank ist und keine Behörde, dass Geldpolitik – mit Ausnahme der Mindestreservevorschriften – nicht durch Verwaltungsmaßnahmen, sondern durch Transaktionen in Wertpapier- und Kreditmärkten durchgeführt wird und dass die Partner solcher Transaktionen regelmäßig einen Vorteil daraus ziehen. Warum erfolgt Geldpolitik eigentlich durch Kredite an Geschäftsbanken und nicht durch Kredite an Hauslebauer? Oder, etwas näher an der Realität: warum Kredite an Geschäftsbanken und nicht an Geldmarktfonds? An sich eine ganz unfaire Diskriminierung!

Zentralbanken sind nicht dazu da, um Gewinne zu erwirtschaften, sondern um Geldpolitik zu betreiben und die Stabilität der Preise und des Geldsystems zu fördern. Verteilungseffekte und Fairness kommen in ihrem Mandat nicht vor. Finanzstabilität auch nicht, aber die Konstruktion, dass eine Finanzkrise Deflation verursachen kann, ist nicht weit hergeholt, sicher weniger weit als die Konstruktion, dass Art: 38 GG die Verlagerung von geldpolitischen Kompetenzen an die EU betrifft.

13. Die eigentliche Frage ist, was die Kosten einer Verletzung der Bagehot-Bedingungen sind. Hier sehe ich vor allem zwei. Erstens: Moral Hazard. Die verschiedenen Interventionen Greenspans zur Behebung von Krisen im Finanzsektor, vor allem die Senkung der kurzen Zinsen 1990, die den Geschäftsbanken die Möglichkeit gab, vier Jahre bei einer Ertragskurve mit 4% kurz und 8% lang viel Geld zu verdienen, haben sicher mit zur Sorglosigkeit der Verantwortlichen vor der Krise beigetragen. Zweitens: Künstliche Marktaustrittsbarrieren. Dass 2008 ff. in Europa nur wenige Banken geschlossen wurden, bedeutet, dass Überschusskapazitäten nur unzureichend abgebaut wurden, was wiederum auf die Gewinnmöglichkeiten drückt. Ich bin somit unbedingt der Auffassung, dass die Aufsicht bei der Prüfung der Asset-Bewertungen strikter vorgehen muss als bisher und ggfs. Rekapitalisierungen anmahnen muss. Der Vorschlag von Admati-Hellwig, die Eigenkapitalanforderungen deutlich zu erhöhen, dient nicht nur zur Prävention, sondern auch zur Minderung der Wettbewerbsintensität, sei es dass Banken, die das geforderte Eigenkapital nicht aufbringen können oder wollen, aus dem Markt ausscheiden, sei es, dass diese Banken den Risiken ihrer Aktivitäten besser Rechnung tragen, da die Risiken in geringerem Maße den Gläubigern bzw. Steuerzahlern zur Last fallen.

Was soll eigentlich Geldpolitik machen?

14. Ich frage mich, wie Sie sich Geldpolitik überhaupt vorstellen. Ich komme noch einmal zurück auf die Weltwirtschaftskrise. Es hieß ja lange, die US-Geldpolitik sei damals expansiv gewesen, habe aber nichts bewirkt. Friedman und Schwartz (1963) haben diese These revidiert. Nach ihrer Vorstellung war die Geldpolitik dieser Jahre *kontraktiv*. Zwar sei die Zentralbankgeldmenge in den Jahren 1929 bis 1933 um 15% gestiegen, aber die Geldmenge M1 sei um 33% gesunken, und das sei die relevante Größe zur Beurteilung der Geldpolitik. Im Zusammenhang mit den Banken Krisen seien sowohl die Reservehaltung der Geschäftsbanken als auch die Bargeldhaltung der Nichtbanken dramatisch gestiegen, und die Fed habe es versäumt, die dadurch bewirkte Kontraktion von M1 zu verhindern.

Ausgerechnet die überzeugten Laissez-Faire-Ökonomen Friedman und Schwartz postulieren hier eine Verpflichtung der Zentralbank, mit *aktiven* Interventionen die Einflüsse von monetär relevanten Veränderungen im Verhalten von Banken und Nichtbanken zu neutralisieren. Laissez-Faire bezieht sich auf M1, nicht aber auf die Geldbasis. Spätere Generationen von Monetaristen scheinen diese Botschaft vergessen zu haben.

15. Wie stehen Sie zu dieser Frage? In Ihrer Mail sprechen Sie von hyperexpansiver Geldpolitik, ohne zu erklären, was Sie damit meinen. Meinen Sie die Zentralbankgeldmenge? M1? M3? Wenn Sie die Zentralbankgeldmenge meinen, wie begründen Sie das? Und wie sehen Sie den Bezug zur Preisstabilität? Zur Erinnerung: Nach Friedman und Schwartz belief sich der Verfall 1929-1933 auf 53% bei Nominal Income und 36% bei Real Income, bei den Preisen also grosso modo auf 17% kumulativ.

Dazu einige Zahlen: Im Euro-Raum haben wir für die Jahre 2008-2013 ein Wachstum der Geldbasis um kumulativ 100%, bei gleichzeitigem Wachstum des Aggregats M3 um 10% und der Preise um ebenfalls 10%. Nach den Kriterien von Friedman und Schwartz war das Wachstum der Geldbasis nicht als expansiv anzusehen, sondern als Neutralisierung der kontraktiven Entwicklungen im Finanzsektor, vor allem der exorbitant erhöhten Reservehaltung durch die Geschäftsbanken nach dem Zusammenbruch der Interbankenmärkte. In Sinns Buch „Die Target-Falle“ wird die Entwicklung der Zentralbankgeldmenge, vor allem im Zusammenhang mit dem LTRO 2011/12, unter dem Etikett „Inflationsgefahren“ präsentiert, aber die 1000 Mrd. € zusätzlich, die dieser LTRO geschaffen hat, sind bis 2014 wieder verschwunden, ohne dass wir etwas davon in der Preisentwicklung gesehen hätten.

Nach den Kriterien von Friedman und Schwartz könnte man sogar die Auffassung vertreten, die Geldpolitik der Jahre 2008 bis 2013 sei eher restriktiv gewesen. 10% Preisanstieg in fünf Jahren bedeutet ca. 2% pro Jahr – also: Ziel erreicht. Jedoch: Wenn man einen Preisanstieg von 2% pro Jahr anstrebt und bewirkt, dass das relevante Geldmengenaggregat ebenfalls um 2% pro Jahr wächst, so lässt man keinen Raum für reales Wachstum. Herr Schmieding hat auf diese Zusammenhänge hingewiesen, auch darauf, dass der Anstieg des Wachstums von M3 seit 2014 mit einer Größenordnung von 5% weniger radikal ist, als die Erhöhung der Geldbasis vermuten lassen könnte.

16. Zur Frage, wie Geldpolitik zu beurteilen ist, liefern Friedman und Schwartz ein weiteres interessantes Beispiel. Für das Jahr zwischen Börsenkrach 1929 und erster Bankenkrise 1930 beobachten sie einen deutlichen Rückgang der Geldbasis und beschimpfen die Fed, dass sie diesen Rückgang zugelassen. In den Zahlen ergibt sich dieser Rückgang aus einem Rückgang der „Discounts“, der zum Diskont eingereichten Papiere. In der fraglichen Periode senkte die Fed den Diskontsatz von 6% auf 2,5% (F&S, 341). Dazu schreiben F&S: „Though the discount rate fell absolutely, it probably rose relative to the relevant market interest rates, namely, those on short-term securities with essentially zero risk of default.“ Eine Politik der Zinssenkungen als kontraktive Politik? Peter Temins Buch „Did Monetary Forces Cause the Great Depression?“ greift dieses Argumentationsmuster an, zumindest insofern zu Recht, als F&S ihre Aussage nicht belegen.

Temins eigene Interpretation der Zinssenkungen als Indiz für expansive Politik ist allerdings von monetaristischer Seite scharf kritisiert worden. In Alan Meltzers Besprechung im J Mon E von 1979 heißt es etwa, man dürfe nicht auf Nominalzinsen sehen, sondern auf Realzinsen, und aufgrund der Deflation seien diese im Jahre 1930 drastisch gestiegen. Die Frage, ob man auf Nominalzinsen oder auf Realzinsen abstellen sollte, stellt sich natürlich auch heute. Die Botschaft von Meltzer 1979 scheint allerdings wieder in Vergessenheit geraten zu sein.

17. Eine ähnliche Diskrepanz beobachtet man übrigens auch beim Umgang mit den Ölpreisen: 1974/75 war von etlichen Monetaristen zu hören, die Zentralbank solle sich nicht um den Ölpreisanstieg kümmern, Geldpolitik müsse auf Inflation insgesamt achten, ohne Rücksicht auf etwaige Änderungen der relativen Preise; heute heißt es, teilweise von denselben Leuten, ehe man von Deflation reden könne, müsse man die Energiepreisentwicklung herausrechnen.

Bei einer Anhörung der Monopolkommission zu Regulierung und Wettbewerbsentwicklung im Postsektor legte der Vertreter der Deutschen Post einmal eine Folie mit der Überschrift „Überregulierung im Postsektor“ auf. Da gab es zwei Listen von Maßnahmen der Behörde. Die eine sagte im wesentlichen „Die Behörde tut zu viel, um die Deutsche Post zu ärgern“, die andere „Die Behörde tut zu wenig, um die Wettbewerber der Deutschen Post zu ärgern“. Auf meinen Hinweis, zumindest bei der zweiten Listen könne man wohl nicht von „Überregulierung“ sprechen, bekam ich die Antwort: „Aber Sie werden mir doch zustimmen, dass die Folie insgesamt eine einheitliche Logik hat!“

Viele Stellungnahmen in geldpolitischen Diskussionen sind von ähnlicher Qualität: Die einheitliche Logik ergibt sich aus der Grundeinstellung zur Rolle der Zentralbank, und dabei spielt die Konsistenz der ökonomischen Argumente in verschiedenen Situationen nur eine untergeordnete Rolle.

Zur Kontroverse mit C.C.v. Weizsäcker²

18. In einer früheren Zusammenfassung schrieben Sie: Das Paradoxon liegt darin, dass wir Zinssätze in der Nähe von Null haben, ohne dass es Inflation gibt. Weizsäckers These ist: Das liegt darin begründet, dass wir eine Nachfrageschwäche haben und dass der Gleichgewichtsrealzins möglicherweise negativ ist, weil die Nachfrage nach Vermögenswerten das Angebot übersteigt. Ihre Gegenargumente: (i) Ein Gleichgewichtsrealzins unterhalb bzw. gleich der Wachstumsrate kann nicht von Dauer sein, wenn ein Asset mit ewiger Laufzeit (Land) zur Verfügung steht. (ii) Die Unternehmen rechnen mit deutlich positiven, in der Finanzkrise sogar gestiegenen WACC. Sie erklären die Diskrepanzen mit Kreditrationierung gegenüber dem Unternehmenssektor und führen aus, wegen der Diskrepanz zwischen WACC und Realzins seien die Crowding Out –Kosten der Staatsverschuldung größer als der Realzins vermuten lassen würde.

² Dieser Abschnitt wurde vor Christian von Weizsäckers Mail und Ihrer erneuten Antwort geschrieben. Dazu nur folgendes: Ich glaube nicht, dass wir auf Starrheit von Preisen abstellen sollten, allenfalls auf langsame Anpassungsgeschwindigkeiten. Und wenn Christian von Weizsäcker mich mit Keynes in Verbindung bringt, so weiß ich nicht ganz, worauf er das bezieht. Es gibt allerdings eine Erkenntnis von Keynes, die wichtig ist: Im allgemeinen Gleichgewicht müssen auch die Kreislaufbedingungen erfüllt sein, und wir haben keine Theorie über die Mechanismen, die dafür sorgen. Das gilt in intertemporalen Modellen sogar noch mehr als in den früher üblichen statischen Modellen. Formal am Beispiel des Arrow-Debreu-Modells: Welcher Mechanismus sorgt dafür, dass die Haushalte wissen, welche Gewinneinkommen sie von den Unternehmen zu erwarten haben, wenn diese Gewinneinkommen ihrerseits von den Nachfrageentscheidungen der Haushalte abhängen?

19. Ich habe einige Probleme mit Ihren Erklärungen. Zunächst: Ihr theoretisches Modell zur Rolle von Land sagt vorher, dass Papiergeld einen Realwert von Null hat. Der Realzins auf Papiergeld wäre gleich der Wachstumsrate der Volkswirtschaft, so dass Papiergeld durch Land dominiert würde. Aus Standardargumenten (siehe z.B. mein EER Papier von 1993) folgt, dass der Gleichgewichtswert von Papiergeld nicht positiv sein kann. Insofern ist Ihr Modell kontrafaktisch und das in einem Punkt, der den Kern Ihrer Argumentation berührt.

Natürlich wissen wir alle, dass Geld anders ist als andere Assets, da wir es nicht nur als Wertaufbewahrungsmittel nachfragen, sondern es auch als Transaktionsmittel verwenden. Was das im Gesamtzusammenhang der Wirtschaft bedeutet, wissen wir allerdings nicht. Ich hatte in meinem EER Papier von 1993 verschiedene in diesem Zusammenhang auftretende Probleme beschrieben und erläutert, warum die Theorien, die wir dazu haben, nichts taugen. Seither ist unser Verständnis der Zusammenhänge eher gesunken: Die Keynesianer (Woodford) haben Geld völlig aus den Modellen gestrichen, die Monetaristen arbeiten zumeist mit Cash-in-advance-Constraints und einer Umlaufgeschwindigkeit von Eins. Dass wir so wenig davon verstehen, enthebt uns aber nicht der Verantwortung, bei der Anwendung von Erkenntnissen aus einem Modell, in dem Geld keinen Platz hat, auf eine Realität, in der Geld eine wichtige Rolle spielt, auch etwas über die Robustheit der Erkenntnisse zu sagen.

20. Ferner: In Ihrem theoretischen Modell von 1991 kommt Kreditrationierung nicht vor. Wenn Sie Kreditrationierung in die Argumentation einführen, müssten Sie prüfen, ob das nicht Ihren Satz über die Unmöglichkeit von Zinssätzen unterhalb der Wachstumsrate kaputt macht. Warum könnte das so sein? Wenn Kreditrationierung die Fähigkeit zur Akquisition von Land einschränkt, kann sich daraus eine obere Schranke für den Wert von Land ergeben, so dass wir wieder in die Welt von Diamond (1965) zurückkehren. Jeglicher Mechanismus, der die Handelbarkeit von Land beschränkt, kann diese Folge haben. Ein Extrembeispiel wäre eine Interpretation des Hellwig-Lorenzoni-Modells (Econometrica 2009) als eines Modells mit stochastischen Ernten von nicht-handelbaren Lucas-Bäumen, die analytisch die Rolle von Land spielen.
21. Allerdings verstehe ich nicht, was genau die Rolle von Kreditrationierung in Ihrer Argumentation sein soll. Es geht Ihnen darum, dass WACC deutlich größer ist als der Realzins. Dieses Phänomen erklären Sie mit Rationierung. Unter Rationierung verstehe ich den Vorgang, dass jemand bei einer gegebenen Preiskonstellation etwas tun möchte, dies aber nicht kann, weil die möglichen Partner bei den gegebenen Preisen nicht bereit sind, mit ihm zu handeln. WACC ist aber ein Benchmark, der bestimmt, welche Investitionsprojekte die Unternehmen überhaupt durchführen wollen. Ein hoher Wert von WACC bedeutet, dass die Unternehmen weniger Projekte durchführen wollen. Rationierung würde demgegenüber bedeuten, dass auch die Projekte, die sie durchführen wollen, nicht durchgeführt werden können, weil die Unternehmen die Mittel nicht bekommen. Das sind zwei verschiedene Dinge, und ich sehe nicht wie das eine zur Erklärung des anderen beiträgt.
22. Für Deutschland sehe ich ein gewisses Spannungsverhältnis zwischen Ihrem Hinweis auf Kreditrationierung und den regelmäßigen ifo-Meldungen über die Entwicklung der Kredithürden. Ich frage mich auch, wie Sie sich die komparative Statik vorstellen. Christian von Weizsäcker vergleicht zwei Welten, „früher“ und „jetzt“. In seiner Darstellung haben wir „jetzt“ einen größeren Überhang der Vermögensnachfrage über die von der Realwirtschaft zur Verfügung gestellten Assets als „früher“. Wir haben auch niedrigere Realzinsen und Nominalzinsen und niedrigere Inflationsraten als früher. Sie wollen diese Beobachtungen mit Kreditrationierung erklären. Ist das so zu verstehen, dass Kreditrationierung sich verschärft hat, d.h. eine unbeobachtete zusätzliche Veränderung der Daten mit sich gebracht hat? Wenn die Mechanismen der Kreditrationierung dieselben wären wie „früher“, würde ich nicht verstehen, wie sie die Anpassung an die von Christian von Weizsäcker beschriebenen Änderungen der Daten beeinflussen.
23. Oder meinen Sie gar nicht „Rationierung“, sondern ganz einfach hohe Zins- bzw. Ertragsforderungen für die einzusetzenden Mittel? Dann liefert der Verweis auf „Rationierung“ keine Erklärung, sondern nur eine Umformulierung des zu erklärenden Phänomens.
24. So oder so – Ihre Diagnose der Situation trifft sich auf bemerkenswerte Weise mit der der EZB. Die „neue“ Geldpolitik seit Sommer 2014 ist motiviert durch die Beobachtung, dass Kredite und Investitionen, vor allem in den Peripherieländern, nur schleppend erfolgen. In einer Präsentation vor dem Advisory Scientific Committee des ESRB im November 2014 wurde u.a. als Beweisstück ein Diagramm vorgelegt, das zeigt, dass verschiedene Senkungen der Finanzierungskosten der Banken

gegenüber 2012 nicht an die Kreditnehmer weitergegeben wurden. (Ihre Aussage, die Margen seien gesunken, trifft nicht durchweg zu. Wir haben seit Mitte der 1990er Jahre ein deutliches Absinken, vor allem in Deutschland, dies allerdings weniger aufgrund der Krise als aufgrund von Änderungen in Technologien, rechtlichen Rahmenbedingungen, Marktstrukturen und Marktverhalten; im Gefolge der Krise haben wir dann sogar einen Anstieg verschiedener Margen. Allgemeine Gewinnaufweise lassen das nicht erkennen, denn die werden dadurch verzerrt, dass immer noch etliche Leichen in den Bilanzen versteckt sind und jeweils dann offengelegt werden, wenn die laufenden Überschüsse die Buchverluste ausgleichen. Die in den Bilanzen erscheinenden Gewinnmargen sind dann niedrig, aber das spiegelt vor allem die Abschreibungen der vorher nicht offengelegten Verluste.)

25. T-LTRO, Negativzinsen auf Einlagen bei der EZB, Staatsanleihenkäufe – all das sind Versuche, die Banken aus anderen Anlagen in die Kreditvergabe an Unternehmen zu drängen. Wenn Sie wirklich die Marge zwischen WACC und Realzins als wesentliche Verzerrung ansehen, müssten Sie eigentlich begeistert sein.

Ich bin weniger begeistert, weil ich den Eindruck habe, dass die EZB die Probleme nicht wirklich analysiert hat. Wenn der von der EZB beobachtete Anstieg der Margen bei der Kreditvergabe die Tatsache reflektiert, dass die Banken schwach sind und die Risiken der Kreditvergabe fürchten, so ist es riskant, ihnen diese Risiken aufzudrängen, noch dazu mit Mitteln, die die Profitabilität der Banken senken (Negativzinsen auf Einlagen bei der EZB, Abflachung der Ertragskurve). Und wenn die Schwäche der Kreditvergabe daher rührt, dass Haushalte, Unternehmen und Staaten hoch verschuldet sind und bei schlechtem Wirtschaftsgang nur die Unternehmen noch Kredite aufnehmen, die es nicht vermeiden können, d.h. die schlechten Risiken sind, dann ist ein Druck auf die Banken zur Kreditvergabe auch problematisch. Das alles hat die EZB nach meinem Eindruck nicht bedacht. Solche Erwägungen kommen allerdings auch in Ihrer Diskussion der Zinsmargen nicht vor (auch nicht die Möglichkeit, dass WACC selbst kein Maß der Grenzproduktivität des Kapitals ist; dazu s.u.).

26. Zurück zum Paradoxon der niedrigen Zinssätze und Inflationsraten: Christian von Weizsäcker's Zahlen legen nahe, dass es eine große Differenz gibt zwischen der Vermögensnachfrage, die sich aus demographischen und Lebenszykluserwägungen ergibt, und den realwirtschaftlichen Vermögenswerten, die derzeit zur Verfügung stehen. Er sieht diese Differenz als maßgebliche Ursache der niedrigen Real- und Nominalzinsen. Ihre Kritik an seiner Sicht betont die Möglichkeit der Neubewertung realer Assets und die Möglichkeit der Ausweitung der Menge realwirtschaftlicher Vermögenswerte durch Investitionen, deren Grenzproduktivität über dem Realzins liegt. (Letzteres würde allerdings Zeit brauchen, denn Investitionen sind eine Strömungsgröße, das von von Weizsäcker behauptete Ungleichgewicht dagegen betrifft Bestandsgrößen.)

In dieser Diskussion müsste allerdings genauer zwischen verschiedenen Typen von Vermögenswerten unterschieden werden. Stellen wir uns vor, dass die Nachfrage vor allem auf Vermögenswerte abzielt, die als sicher wahrgenommen werden. Dann ist der Vergleich mit den realwirtschaftlichen Vermögenswerten, die zur Verfügung stehen, problematisch, denn diese sind zumeist mit Risiken behaftet. Das Ungleichgewicht ist also vielleicht noch größer als Christian von Weizsäcker es ausmacht. Diesem Einwand steht entgegen, dass der Finanzsektor sich mit als sicher wahrgenommenen Titeln finanziert und selbst in riskante Vermögenswerte investiert, ein Vorgang, der in den zwanzig Jahren vor der Krise verstärkt wurde, indem Verschuldung und Fristentransformation noch einmal deutlich vergrößert wurden.

Jedoch hat die Finanzkrise die Fähigkeit und die Bereitschaft von Finanzinstitutionen für diese Art der Risiko- und Fristentransformation deutlich gesenkt. „Deleveraging“ war das Schlüsselwort der vergangenen Jahre. „Bilanzrezession“ ist die makroökonomische Version. Bei diesem Vorgang ist eine Behandlung problematisch, die die Unterschiede der Vermögensmärkte vernachlässigt. Konkret: Es ist ohne weiteres denkbar, dass das von von Weizsäcker ausgemachte Ungleichgewicht in den Märkten für als sicher wahrgenommene Vermögenswerte vorliegt und dazu beiträgt, dass die Nominalzinsen niedrig sind und niedrig bleiben, dass aber gleichzeitig es wenig Druck auf die Bewertung realwirtschaftlicher Vermögenswerte gibt, weil diese Märkte vom Delveraging des Finanzsektors betroffen sind. Und wenn die Unternehmen der Realwirtschaft mit den Auswirkungen einer Rezession zu kämpfen haben, so ist auch kein sehr expansiver Effekt bei den Investitionen zu erwarten.

27. In dieser Korrespondenz hatte ich mich schon einmal kritisch zu Ihrem Umgang mit WACC geäußert. Sie antworteten, die theoretischen Probleme mit WACC seien für die Diskussion zwischen Ihnen und Christian von Weizsäcker nicht relevant. Ich sehe das anders. Die Frage ist ja doch, was überhaupt ein angemessener Indikator für Kapitalkosten ist - normativ für die Unternehmen oder deskriptiv für den Wissenschaftler, der versucht, sich aus den Zahlen einen Reim zu machen. Und da treten alle die Fragen auf, die auch bei WACC auftreten:

Wie sind die Kapitalkosten zu bestimmen, wenn kein Eigenkapital ausgegeben wird, etwaige Marktdaten also nur die Entwicklung der Unternehmensbewertung durch die Aktionäre widerspiegeln? Und wenn wir aus den Marktdaten auf Kapitalkosten zurückschließen, wie gehen wir dem Problem um, dass die Realisierungen nicht automatisch Rückschlüsse auf "objektive" Mittelwerte oder auf Erwartungen zulassen?

28. Sie führen aus, es komme doch darauf an, welche Kapitalkosten die Unternehmen unterstellen. Diese Zahlen beruhen jedoch vielfach auf normativen Setzungen mit unklarem Realitätsbezug. Herrn Ackermanns 25 % EK-Rendite sind normativ gesetzt worden, weil er bestimmte Vorstellungen über die Deutsche Bank hatte, hatten aber mit der Realität nicht viel zu tun.

Wir tun gerne so, als wären Kapitalkosten vom Markt vorgegeben. Das trifft aber nur in einem vollständigen Marktsystem zu, in dem alle Zahlungen für jeden Zustand der Welt kontrahiert werden. Wir haben aber kein vollständiges Marktsystem. Wir haben vielmehr ein System von Märkten für Finanztitel mit mehr oder weniger genauer Beschreibung der Zahlungsansprüche. Bei Eigenkapitaltiteln sind die Zahlungsansprüche gar nicht spezifiziert, sondern nur das Verfahren zur Bestimmung der Zahlungen. Und die meisten Unternehmen sind nicht regelmäßig im Markt für Eigenkapital präsent, wenn überhaupt je.

Im Rahmen unserer Diskussion ist diese Beobachtung wichtig, denn der Ansatz für die Eigenkapitalkosten hat maßgeblichen Einfluss auf WACC. Das Ansetzen eines Satzes für Eigenkapitalkosten bzw. genauer eines Satzes für Kapitalkosten, der den Eigenkapitalkosten Rechnung trägt, ist de facto selbst eine unternehmerische Entscheidung, die wie alle anderen unternehmerischen Entscheidungen fehlerhaft sein kann. Ein Unternehmen, das die Kapitalkosten "übermäßig" hoch ansetzt, investiert weniger und wächst vermutlich langsamer. Die Korrektur erfolgt darüber, dass andere Unternehmen erfolgreicher sind. Wettbewerb als Entdeckungsverfahren kann allerdings Zeit brauchen.

29. Sie schreiben, Eigenkapitalfinanzierung sei durch Agency-Probleme belastet. Mir ist nicht klar, welche Agency-Probleme Sie genau meinen. Das Jensen-Meckling-Problem der mangelnden Anstrengung bzw. der „privat ebeneffits“ als Folge der Eigenkapitalfinanzierung dürfte mit der Realität von Aktiengesellschaften wenig zu tun haben. Und das Jensen (1986)-Problem der De-facto-Enteignung außenstehender Aktionäre durch Einbehalt von Gewinnen, auch wenn man nichts Vernünftiges damit anfangen kann, kann genau das Gegenteil von dem bewirken, worüber wir hier reden, nämlich ein Übermaß an Investitionen, die sich nicht angemessen rentieren (dazu siehe mein Papier „On the Economics and Politics of Corporate Finance and Corporate Control in X.Vives (ed.), „Corporate Governance“, Cambridge UP 2000).

30. Das wichtigste Hemmnis für die Aufnahme zusätzlichen Eigenkapitals liegt meines Erachtens in der Furcht vor „Verwässerung“. Das ist teilweise ein Kontrollproblem, teilweise aber auch eine Folge von Schuldenüberhang. Wenn die Eigentümer befürchten müssen, dass die Aufnahme von Eigenkapital teilweise den Gläubigern zugute kommt, so kann es sein, dass die Verbesserung der Eigenkapitalposition kleiner ausfällt als den neu aufgebrachten Mitteln entspricht und die Anteile der Alteigentümer dementsprechend im Wert sinken bzw., wenn die Alteigentümer die Mittel selber aufbringen, der Wert ihrer Anteile ex post kleiner ausfällt als die Summe aus dem Wert im Vorhinein und den aufgebrachten Mitteln (Myers JFE 1977). Ich habe diesen Effekt 2009-2011 in meiner Tätigkeit im Lenkungsrat Unternehmensfinanzierung und im Expertenrat für die Entwicklung von Strategien auf den Ausstieg aus den krisenbedingten Bankenbeteiligungen des Bundes unmittelbar beobachten können. Die Beobachtung gab den Anstoß zur theoretischen Untersuchung in Admati et al., The Leverage Ratchet Effect. Prima facie gehe ich daher davon aus, dass ein WACC Benchmark, der normativ von einem Unternehmen gesetzt wird, einen Eigenkapitalkostensatz verwendet, der dem Schuldenüberhangeffekt bzw. der Furcht vor Verwässerung Rechnung trägt. Wenn das aber der Fall ist, dann ist der von den Unternehmen postulierte Wert für WACC als Maß für die Grenzproduktivität des Kapitals ungeeignet, da nach oben hin verzerrt.

24. In diesem Zusammenhang ist es lehrreich, sich Chandlers Vergleich der industriellen Entwicklung in US, UK und D 1870 - 1930 anzusehen ("Scale and Scope: Dynamics of Industrial Capitalism"). Nach Chandler hatte UK ein System des "personal capitalism", in dem Einzelpersonen große Pakete hielten und Einfluss auf die Unternehmenspolitik hatten. Diese Einzelpersonen waren risikoavers und konsumfreudig und hatten keine Lust dazu, dass „ihre“ Unternehmen die großen und riskanten Investitionen tätigten, die notwendig waren, um die in der zweiten industriellen Revolution anfallenden Skalen- und Verbundeffekte zu nutzen. Nach Chandler war das ein Grund für das Rückfallen von UK gegenüber US und D in der Periode vor 1914. Die normativen Setzungen der Eigentümer begründeten eine zurückhaltende Investitionspolitik, deren Kosten erst mit der Zeit sichtbar wurden. Und der Paretianer kann nicht einmal sagen, dass das ineffizient war: Vielleicht haben diese Personen ihren Konsum und ihre Sicherheit genossen.

Zur wirtschaftspolitischen Diskussion

25. Die vorstehenden Überlegungen sind nicht als Plädoyer für eine Politik der forcierten Staatsverschuldung zu verstehen. Ich habe, glaube ich, genügend zum Ausdruck gebracht, dass ich die nicht bewältigten Folgen der Krise – und dazu gehört der Schuldenüberhang bei privaten Haushalten, Unternehmen und Staaten in vielen Ländern – für sehr problematisch halte.

26. Ich halte es auch für problematisch, dass man bei einem Zins von Null keine vernünftigen Gegenwartswerte mehr berechnen kann. Die Kritik, die EZB heize eine Blase an, geht an diesem Problem vorbei. Wenn ich eine Blase als Überschuss des Marktwerts über den Fundamentalwert definiere, so haben wir z.B. bei Immobilien derzeit eine Negativblase. Nur: Mit einem Fundamentalwert unendlich kann man nicht rechnen. Und wenn der Zins einmal ein bisschen steigt, sinkt der Fundamentalwert von unendlich auf einen endlichen Wert; selbst wenn letzterer sehr groß ist, ist das ein unendlicher „Verlust“. Man muss, glaube ich, die Reaktion der Märkte auf die Zinserhöhung in den USA auch unter diesem Aspekt sehen.

27. Mein eigener Vorschlag wäre nach wie vor, dass man die Banken zu einem Debt-Equity-Swap zwingen müsste. Die Eigenmittelausstattungen sollten im Rahmen einer Bezugsrechtssausgabe sofort erhöht werden, nicht über die Zeit durch neue Gewinne, die möglicherweise gar nicht anfallen, weil die Banken in der gegebenen Konstellation gar kein Geld verdienen.

Das Standardargument, so viel Geld könne der Markt gar nicht aufbringen, übersieht, dass, wenn die Banken das Geld wieder im Markt anlegen, die Nettozahlungsströme gering sind und nur die Struktur der ausstehenden Finanztitel geändert wird (Admati et al. UCLA Law Review 2012). Wenn die Banken selbst robuster sind, sind sie auch eher fähig und willens, die Probleme ihrer eigenen Schuldner anzugehen, durch Schuldenschnitte, Insolvenzverfahren u.ä.

Natürlich würden die Altaktionäre dabei einen Schaden erleiden. Das Argument, man dürfe die Aktionäre nicht enteignen, halte ich allerdings nicht für stichhaltig. Der Wert der Aktien lässt sich interpretieren als Summe aus dem Überschuss des Werts der Assets über die Verbindlichkeiten und dem Wert der Option, im Konkursfall die Verbindlichkeiten nicht zu bedienen. Die „Verwässerung“ der Position der Altaktionäre entsteht im wesentlichen dadurch, dass der Wert der Konkursoption verringert wird. Ich habe gewisse Schwierigkeiten mit der Vorstellung, dass das Recht, die Verbindlichkeiten, die man eingegangen ist, im Konkursfall nicht zu bedienen, unter dem verfassungsmäßigen Schutz des Eigentums steht. Es geht wohlgemerkt nicht darum, die Haftungsbeschränkung der Eigentümer aufzuheben; sie müssen das neue Eigenkapital nicht unbedingt selbst aufbringen. Und das Myers-Majluf-Problem der unfairen Preise bei asymmetrischer Information entfällt ohnehin, wenn man eine Bezugsrechtssausgabe macht.

Mit freundlichen Grüßen,

Martiin Hellwig

Ende Attachment

Lieber Herr Hellwig,

ich könnten nun anführen, dass das ESZB über ELA, SMP und ANFA marode private und öffentliche Schuldner über Wasser hielt, dass das Subprime Segment im US Hypothekenmarkt eine politisch

gewollte Veranstaltung war (die von der Fed begleitet wurde), dass das QE der Fed jenseits von QE1 wohl kaum Liquiditätshilfe war, usw. Aber wenn die Diskussion als Kreuzverhör verstanden wird, bringt mich das in der Sache nicht weiter. Deshalb höre ich jetzt damit auf. Zum Abschluss meiner Beiträge zu der von Herrn von Weizsäcker initiierten Runde (der ich interessante Denkanstöße verdanke) zwei Zitate:

- 1) „In some ways, Federal Reserve Policy was turning the United States into a gigantic hedge fund, investing in risky assets around the world and financed by debt issued to the world.” (Raghuram Rajan, Fault Lines.)
- 2) “Dude, f..k your model. I’ll make you a market. They are seventy seventy-seven. You have three choices. You can sell them back to me at seventy. You can buy some more at seventy-seven. Or you can give me f...ing one point two billion dollars.” (Gregg Lippmann, Hypothekenhändler bei der Deutschen Bank, an den Händler Howie Huber von Morgan Stanley in der Auseinandersetzung um den Wert einer AAA CDO Tranche, die Lippmann bei Huber über CDSs versichert hatte, zitiert in Michael Lewis, The Big Short. Morgan Stanley zahlte schließlich USD600 Millionen an die DB).

Schöne Zeit noch, TM

23.5.16

Lieber Herr Mayer,

was Sie "Kreuzverhör" nennen, mache ich mit jedem Sprecher bei uns im Forschungsseminar, ohne Ansehen der Person. Wer anderen seine Weisheiten verkünden möchte, muss bereit sein, sich den Fragen zu stellen, die dann kommen. Schließlich kommt es darauf an, ob das, was gesagt wird, stimmt oder nicht. An der University of Chicago gilt die Diskussion sogar als wichtiger als der Vortrag.

Auch Sie verkünden eine bestimmte Position und wollen die Adressaten dafür gewinnen, in diesem Kreis ebenso wie in Ihrer Zeitungskolumne. Bei Ihren Zeitungsartikeln wird nicht nachgefragt. Als Wissenschaftler, der Ihre Mails erhält, frage ich nach.

Sie haben in den E-Mails der vergangenen Woche etliche kritische Äußerungen zum Verhalten der Zentralbanken in der Krise vorgetragen, jeweils unterlegt mit Tatsachenbehauptungen. Ich habe um Belege gebeten und in keinem Fall eine Antwort auf die gestellte Frage bekommen. Einige Ihrer Tatsachenbehauptungen waren nachweislich falsch. Ich halte das nicht für statthaft, zumal von jemandem, der regelmäßig vor den Gefahren einer Anmaßung von Wissen warnt.

Wenn ich Ihre Äußerungen zur Finanzkrise richtig deute, war diese nur dem Verhalten der Zentralbanken zuzuschreiben. Die privaten Akteure traf allenfalls insofern eine Schuld, als sie sich von der Geldpolitik verführen ließen. Ich halte diese Interpretation der Krise und der Verantwortung privater Akteure für falsch und habe das ausführlich begründet.

Die beiden Zitate von Rajan und Lewis betrachte ich nicht als Widerlegung meiner Ausführungen, denn beide sagen nichts zu den Zusammenhängen. Rajan äußert sich ähnlich pauschal wie Sie, ohne auf die Mechanismen der Krise einzugehen. Er teilt übrigens Ihre Auffassung, dass man die Verschuldung der Banken nicht verringern soll, und hat auf E-Mail-Anfragen zum Verhältnis zwischen seiner Politikempfehlung und den Krisenabläufen ähnlich informativ reagiert wie Sie. (Zu Rajan siehe

http://www.coll.mpg.de/pdf_dat/2015_17online.pdf sowie Claim 26 in <http://bankersnewclothes.com/wp-content/uploads/2016/01/Parade-Continues-2015.pdf>; in letzterer Datei dürften Claims 4 - 7 und 26 - 27 auch Sie interessieren. Wenn Sie, wie ich vermute, nicht teinverstanden sind, bitte ich um Gegenargumente.)

Was Ihr Lewis-Zitat zur Debatte beitragen soll, ist mir nicht klar. Wollen Sie damit die Verachtung des Praktikers gegenüber Modellen (des Theoretikers) ausdrücken? Oder die Schwierigkeiten der Bewertung von CDS? Dann wäre es allerdings angebracht gewesen, das Zitat zu ergänzen um (i) die Tatsache, dass Hubler (nicht "Huber") die Risiken seiner Strategien gegenüber seinen Vorgesetzten verschleierte, dass (ii) Hubler behauptete, die CDS seien 95 wert, dass (iii) die Leute der Deutschen Bank den Eindruck hatten, dass die Leute von Morgan Garantie die Risiken gar nicht verstanden, dass (iv) Lippmann, der "Star" der Operation, innerhalb der Organisation Deutsche Bank eine entgegengesetzte Linie verfolgte, und (v) Lippmanns Vorgesetzte bei der Deutschen Bank selbst großen Wert darauf legten, dass die Zweifel, die Lippmann sowie einiger der Helden von The Big Short an den Verbriefungen hatten, nicht den Investoren vermittelt würden, denen man die CDOs verkaufte, die man selbst produzierte. Der Markt als Entdeckungsverfahren!

In den Jahren des Aufbaus der Risiken und während der Krise waren Sie selbst in verantwortlicher Stellung in der Deutschen Bank tätig, die unmittelbar von der AIG-Rettung durch die Fed profitierte ebenso wie von Liquiditätshilfen, die die Fed der Deutschen Bank ebenso wie anderen Banken 2008/9 zugute kommen ließ, obwohl deren Solvenz zu diesem Zeitpunkt durchaus zweifelhaft war.

Die volkswirtschaftlichen Implikationen des Aufbaus der Risiken gehörten eigentlich zu Ihrem Verantwortungsbereich, zumal wenn diese Risiken, wie Sie behaupten geldpolitisch verursacht waren. Haben Sie rechtzeitig gewarnt? Wenn die Kausalität so eindeutig und klar auf der Hand liegt, wie Sie das suggerieren, hätten Sie das eigentlich sehen und warnen müssen. Oder hat Ihre Einbettung in die Institution Deutsche Bank Sie daran gehindert, die Gefahren zu sehen und solche Warnungen auszusprechen?

Ich erwarte keine Antwort auf diese Frage.

Wir alle müssen uns aber fragen, ob wir im Vorfeld der Krise etwas versäumt haben. Ich selbst habe in meinen Beiträgen in den neunziger Jahren versäumt, die Beobachtung zu analysieren, dass die durch Eigenkapitalregulierung verursachte Prozyklizität um so schwächer ist, je höher die Eigenkapitalanforderung ist. Ich habe auch 2006/7 in meinem Beitrag zu Festschrift 100 Jahre SNB versäumt, die Verbindung zwischen dem fiskalpolitischen Teil und dem Bankenteil zu sehen. Ohne diese Versäumnisse hätte ich bestimmte wichtige Zusammenhänge schon vor der Krise gesehen.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

PS: Da Sie immer wieder ANFA erwähnen, kennen Sie eigentlich den Artikel, den Francesco Pappadia in seinem Blog dazu geschrieben hat (<http://moneymatters-monetarypolicy.eu/anfa-or-a-perfect-storm-in-a-cup-of-tea/>). Auch bei ANFA gibt es Probleme beim Umgang mit den Fakten.

Sehr geehrter Herr Mayer,

On 22.05.2016 15:40, Thomas Mayer wrote:

Aber wenn die Diskussion als Kreuzverhör verstanden wird, bringt mich das in der Sache nicht weiter. Deshalb höre ich jetzt damit auf.

Das finde ich schwach, sorry. Die Diskussion war aber in verschiedener Hinsicht sehr instruktiv. Deshalb vielen Dank!

Ekkehart Schlicht

25.5.16

Lieber Herr Hellwig,

gern nehme ich kurz zu jenen Ihrer Punkte Stellung, die meine Forschung betreffen. Ich zitiere dabei **fett** aus Ihrer Datei.

19. Ihr theoretisches Modell zur Rolle von Land sagt vorher, dass Papiergeld einen Realwert von Null hat.

Diamond (1965) und Homburg (1991) sind Realmodelle ohne Geld. Sie erlauben ihrer Natur nach weder Vorhersagen über den Geldwert noch Wettervorhersagen. Nach Erweiterung um Geld und money-in-the-utility (MIU) oder, wie von Ihnen angesprochen, cash-in-advance (CIA), erhält man Gleichgewichte mit positivem Geldwert.

20. In Ihrem theoretischen Modell von 1991 kommt Kreditrationierung nicht vor. Wenn Sie Kreditrationierung in die Argumentation einführen, müssten Sie prüfen, ob das nicht Ihren Satz über die Unmöglichkeit von Zinssätzen unterhalb der Wachstumsrate kaputtmacht.

Ein guter Punkt. In einem Modell mit Land, Geld und Kreditrationierung kann dauerhaft $r < g$ gelten, zugleich aber gilt $F'(K) > g$. Daher besteht nach wie vor dynamische Effizienz, für deren Nachweis es nicht auf den Realzins ankommt, sondern auf die Grenzproduktivität.

21. Allerdings verstehe ich nicht, was genau die Rolle von Kreditrationierung in Ihrer Argumentation sein soll.

Mein Modell mit Geld und Kreditrationierung zeigt, daß Notenbanken die Zinsen dauerhaft durch Erhöhung der Geldmenge erhöhen können. In Standardmodellen ist das wegen des Fisher-Effekts unmöglich.

22. Wir haben auch niedrigere Realzinsen und Nominalzinsen und niedrigere Inflationsraten als früher. Sie wollen diese Beobachtungen mit Kreditrationierung erklären. Ist das so zu verstehen, dass Kreditrationierung sich verschärft hat, d.h. eine unbeobachtete zusätzliche Veränderung der Daten mit sich gebracht hat?

Sinkende Assetpreise, vor allem bei Grundvermögen, verschärfen Kreditrationierungen, weil die Assets als Sicherheit dienen, Kiyotaki und Moore (1997). Insofern knüpfen meine Überlegungen an eine verbreitete Literatur zu

"deleveraging" und "balance-sheet-reductions" an.

25. T-LTRO, Negativzinsen auf Einlagen bei der EZB, Staatsanleihenkäufe – all das sind Versuche, die Banken aus anderen Anlagen in die Kreditvergabe an Unternehmen zu drängen. Wenn Sie wirklich die Marge zwischen WACC und Realzins als wesentliche Verzerrung ansehen, müssten Sie eigentlich begeistert sein.

Ganz im Gegenteil: Bei einem bindenden Kreditlimit übersteigt die Grenzproduktivität des Kapitals den Zinssatz, $F'(K) > r$. Senkt die Geldpolitik r , hat das keine Wirkung auf K , weil die Investitionsnachfrage nicht durch die Kreditkosten begrenzt ist, sondern durch mangelnde Kreditverfügbarkeit. Einzige Wirkungen der Zinssenkung sind dann die Schwächung der Ertragskraft der Banken, wie von Ihnen beschrieben, und eine Umverteilung zulasten der Normalsparer.

28. Wir tun gerne so, als wären Kapitalkosten vom Markt vorgegeben. Das trifft aber nur in einem vollständigen Marktsystem zu. Im Rahmen unserer Diskussion ist diese Beobachtung wichtig, denn der Ansatz für die Eigenkapitalkosten hat maßgeblichen Einfluss auf WACC. Das Ansetzen eines Satzes für Eigenkapitalkosten bzw. genauer eines Satzes für Kapitalkosten, der den Eigenkapitalkosten Rechnung trägt, ist de facto selbst eine unternehmerische Entscheidung.

Genau. Bei einem bindenden Kreditlimit weiß der Vorstandsvorsitzende, daß das Unternehmen keinen unbegrenzten Kredit erhält. Er oktroyiert den Projektteilungen dann höhere WACC.

29. Sie schreiben, Eigenkapitalfinanzierung sei durch Agency-Probleme belastet. Mir ist nicht klar, welche Agency-Probleme Sie genau meinen.

Externe Eigenkapitalfinanzierung ist das Lemons-Problem schlechthin. Bei jeder Kapitalerhöhung befürchten Marktteilnehmer, daß sie über den Tisch gezogen werden.

30-1. Das wichtigste Hemmnis für die Aufnahme zusätzlichen Eigenkapitals liegt meines Erachtens in der Furcht vor „Verwässerung“.

Dem ist natürlich nicht so, weil Verwässerung durch Bezugsrechte ausgeschlossen werden kann. Die tieferen Ursachen sind a) Agency-Probleme, wenn andere zeichnen sollen, b) Schuldenüberhang auf Seiten der bisherigen Eigentümer und c) der von Ihnen beschriebene externe Effekt zugunsten von Altgläubigern.

30-2. Prima facie gehe ich daher davon aus, dass ein WACC Benchmark, der normativ von einem Unternehmen gesetzt wird, einen Eigenkapitalkostensatz verwendet, der dem Schuldenüberhangeffekt bzw. der Furcht vor Verwässerung Rechnung trägt. Wenn das aber der Fall ist, dann ist der von den Unternehmen postulierte Wert für WACC als Maß für die Grenzproduktivität des Kapitals ungeeignet, da nach oben hin verzerrt.

Wenn ein Unternehmen bei Marktunvollständigkeit nicht den gewünschten Kredit von z. B. 250 Mio. Euro erhält, sondern nur 100 Mio. Euro, dann wird es die den Abteilungen abverlangten

WACC erhöhen, darin sind wir uns einig. Als Folge betragen die WACC z. B. 10%, obwohl Kredite

(bis zu 100 Mio. Euro) z. B. nur 1% kosten. Volkswirtschaftlich gesehen wird ein Projekt mit 9,9% realem Vorsteuerertrag nicht durchgeführt. Also sind die 10% das relevante Maß für die Grenzproduktivität des Kapitals. Dies ist aus meiner Sicht der wichtigste Punkt.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Hellwig,

in Nr. 21 meiner letzten Email soll es natürlich heißen, daß Notenbanken die Zinsen dauerhaft durch Erhöhung der Geldmengen senken (statt erhöhen) können. Sorry,

Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg,

vielen Dank für Ihre Antwort. Ich merke an, dass Sie sich zu einer Reihe von Punkten nicht geäußert haben, bei denen ich früheren Äußerungen von Ihnen in dieser Korrespondenz widersprochen habe, nach dem Wortlaut Ihrer Antwort wohl, weil diese nicht Ihre Forschung betreffen. Das betrifft z.B. Ihre Einschätzung, die Geldpolitik der EZB sei "hyperexpansiv".

Es ist sicher löblich, wenn man sich mit Entschiedenheit nur zu den Punkten äußert, über die man selbst geforscht hat.

Zu Ihrer Antwort:

19. Ich bat rechtlich weder money in the utility function noch cash in advance constraints als angemessene Modellierungen von Papiergeld. Sie können die Argumente in meiner Presidential Lecture bei der EEA nachlesen (EER 1993).

20. Für den Crowding Out Effect, den Sie behaupten, kommt es darauf an, ob die Staatsschulden zu Lasten von Realkapitalinvestitionen oder zu Lasten anderer Anlagen gehen, z.B. zu Lasten von "Land", das in Ihrer theoretischen Argumentation ja im Zentrum steht, bzw. zu Lasten der Bewertung von Land.

21. Sie sind nicht auf die Frage eingegangen, wie Ihre Aussagen zu Kreditrationierung und zu WACC zusammenpassen. Ein hohes WACC ist ein Indiz für zurückhaltende Investitionsnachfrage, Kreditrationierung dagegen ein Mechanismus der externen Beschränkung der Investitionsnachfrage.

22. Ich dachte wir beobachten steigende bzw. überhöhte Assetpreise. Hohe Bewertungen von "Land" stehen zumindest im Zentrum Ihrer theoretischen Argumentation.

25. Die EZB versucht ja gerade die Kreditverfügbarkeit auszuweiten.

28. Und deshalb ist WACC ein Maß für die objektiv gegebene Grenzproduktivität des Kapitals?

29. Das Myers-Majluf-Argument gilt nicht für Einbehaltungen und nicht für Bezugsrechtsausgaben. Es wäre auch sinnvoll, Lemons-Probleme und Enteignungsprobleme zu unterscheiden. Die Enteignungsprobleme gibt es natürlich bei Schuldenfinanzierung auch.

Die Wirtschaftstheorie hat bei gestreutem externem Eigenkapital das Problem, dass wir eigentlich überhaupt kein glaubwürdiges Modell haben, das erklären würde, warum es das überhaupt gibt. Die Modelle, die es in der Literatur gibt, unterstellen alle, explizit oder implizit, einen endlichen Zeithorizont, an dessen Ende die Aktionäre die verbleibenden Ressourcen bekommen. Wenn wir einen unendlichen Zeithorizont unterstellen, haben wir keine Mechanismen, die das erzwingen würden. Zu dumm für unsere Theorie, dass es in der Realität doch Aktiengesellschaften mit breit gestrutem Eigenkapital gibt.

30-1. Wenn ein Praktiker das Wort "Verwässerung" gebraucht, meint er das nicht im Sinn von Myers-Majluf/Akerlof, sondern ganz allgemein und unreflektiert. Ich habe sowohl im Lenkungsrat Unternehmensfinanzierung 2009-11 als auch im Expertenrat Ausstiegsstrategien 2010-11 etliche Diskussionen über die Aufbringung von Eigenkapital gehabt, auch in

Kontexten, wo die Informationsprobleme minimal waren, und das Zauberwort war jedesmal "Verwässerung". Ob Bezugsrechtsausgabe oder nicht, spielte dabei keine Rolle.

30-2. Ich sehe WACC nicht nur als Steuerungsmittel zur Anpassung der Pläne der Abteilungen an die verfügbaren Ressourcen, sondern auch als Mittel zu Bestimmung, des gewünschten Investitionsvolumens insgesamt. Und dabei wirkt der Schuldenüberhang-/Leverage Ratchet Effect verzerrend. Wenn man die ifo-Berichterstattung über die Entwicklung der Kredithemmnisse ansieht, fällt es schwer, zu glauben, dass die Investitionstätigkeit in Deutschland vor allem durch Kreditrationierung bestimmt wird.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Lieber Herr Hellwig,

hier noch ein paar Überlegungen.

Lieber Herr Homburg,

vielen Dank für Ihre Antwort. Ich merke an, dass Sie sich zu einer Reihe von Punkten nicht geäußert haben, bei denen ich früheren Äußerungen von Ihnen in dieser Korrespondenz widersprochen habe, nach dem Wortlaut Ihrer Antwort wohl, weil diese nicht Ihre Forschung betreffen. Das betrifft z.B. Ihre Einschätzung, die Geldpolitik der EZB sei "hyperexpansiv".

Kann ich nachliefern: Hyperexpansive Geldpolitik bedeutet nach meinem Verständnis eine starke Ausdehnung der Geldbasis mit der Folge, daß der kurzfristige Zins am Interbankenmarkt fast auf Null sinkt und die Banken hohe Überschußreserven halten.

Es ist sicher löblich, wenn man sich mit Entschiedenheit nur zu den Punkten äußert, über die man selbst geforscht hat.

Zu Ihrer Antwort:

19. Ich batrechtre weder money in the utility function noch cash in advance constraints als angemessene Modellierungen von Papiergeld. Sie können die Argumente in meiner Presidential Lecture bei der EEA nachlesen (EER 1993).

Meines Erachtens ist money-in-the-utility empirisch durch revealed preference gedeckt, weil Individuen nun einmal Geld halten, obwohl es (normalerweise) besser verzinsliche Bonds gibt. Mikroökonomisch mag das unbefriedigend sein, makroökonomisch ist es ok. Man nimmt auch Konsum in die Nutzenfunktion, ohne den genauen Konsumprozeß zu hinterfragen.

20. Für den Crowding Out Effect, den Sie behaupten, kommt es darauf an, ob die Staatsschulden zu Lasten von Realkapitalinvestitionen oder zu Lasten anderer Anlagen gehen, z.B. zu Lasten von "Land", das in Ihrer theoretischen Argumentation ja im Zentrum steht, bzw. zu Lasten der Bewertung von Land.

Das ist ein sehr wichtiger Punkt. Drückt Staatsverschuldung die Immobilienpreise, wird nicht Realkapital verdrängt, sondern Konsum der Immobilienverkäufer. Außerdem verschlechtern sich Sicherheiten und damit die Kreditqualität.

21. Sie sind nicht auf die Frage eingegangen, wie Ihre Aussagen zu Kreditrationierung und zu WACC zusammenpassen. Ein hohes WACC ist ein Indiz für zurückhaltende

Investitionsnachfrage, Kreditrationierung dagegen ein Mechanismus der externen Beschränkung der Investitionsnachfrage.

Doch, lesen Sie einfach noch einmal nach unter meiner Antwort 28: Rationierung auf der Finanzierungsseite veranlaßt eine Unternehmensleitung zu schärferen (WACC-) Vorgaben auf der Investitionsseite.

22. Ich dachte wir beobachten steigende bzw. überhöhte Assetpreise. Hohe Bewertungen von "Land" stehen zumindest im Zentrum Ihrer theoretischen Argumentation.

In ganz Latein-Europa liegen die realen Immobilienpreise heute deutlich **unter** dem Niveau von 2007. Das ist der volkswirtschaftliche Grund der "faulen Kredite" und der Notwendigkeit weiterer balance-sheet-reductions (und Rettungsmaßnahmen).

25. Die EZB versucht ja gerade die Kreditverfügbarkeit auszuweiten.

Schafft sie aber nicht, es sei denn, die Banken würden entgegen der schärferen Regulierung Kredite vergeben. Wie soll das funktionieren? Hierzu ein interessanter Link, den ich und einige Kollegen für eine Ente hielten. Es geht um einen Deutschen (!), der 120.000 EK auf den Tisch legt und kein Immobiliendarlehen über 100.000 erhält:

<http://www.welt.de/print/wams/finanzen/article155558871/Ausgetraeumt.html>

Die Lösung liegt in der neuen EU-Wohnimmobilienkreditrichtlinie (WKR), umgesetzt z. B. durch § 505b BGB-neu. Hiernach dürfen Kredite nicht allein bei ausreichender Sicherheit vergeben werden. Und wer ein abbezahltes Haus hat, darf dies auch nicht teilweise beleihen, um z. B. in den letzten Lebensjahren eine Kreuzfahrt zu machen. Finanzielle Repression pur! Es bleiben nur noch Staatsschuld-papiere zur Anlage.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

26.5.16

Lieber Herr Homburg,

unmittelbare Reaktionen:

Hyperexpansive Geldpolitik

Kann ich nachliefern: Hyperexpansive Geldpolitik bedeutet nach meinem Verständnis eine starke Ausdehnung der Geldbasis mit der Folge, daß der kurzfristige Zins am Interbankenmarkt fast auf Null sinkt und die Banken hohe Überschußreserven halten.

Sie verweigern die Diskussion über die Frage, ob die Geldbasis und die Zinssätze der richtige Indikatoren sind. Unter Berufung auf Friedman und Schwartz hatte ich dazu einige Argumente gegeben. Argumente sollten widerlegt werden, nicht einfach ignoriert.

Warum gehen Sie nicht auf das Mandat der Zentralbank ein? Spielt die Höhe der Inflation bei der Beurteilung der Geldpolitik keine Rolle? Aber der gesetzliche Auftrag betrifft ie Inflationsrate und nicht die Geldbasis! Oder ist Ihnen der gesetzliche Auftrag egal?

Insofern Sie meinen, da bestehe kein Konflikt, denn Erhöhungen der Geldbasis wirkten inflationär, ist das eine Aussage über die Empirie, die durch die Fakten widerlegt wird. Wie in meinem langen Text vom Wochenende angemerkt: Die 1 Billion LTRO haben weder 2011/12 nach oben noch 2014 nach unten erkennbare Spuren bei der Inflation hinterlassen.

Der grundsätzliche Punkt, dass die Geldpolitik nicht nur auf die Geldbasis, sondern auch auf die Transmissionsmechanismen achten muss, gilt übrigens nicht nur in der Krise. Ein Beispiel liefert die Schweiz 1988. Damals hatten Änderungen der Liquiditätsvorschriften und Änderungen beim Interbank Clearing bewirkt, dass die Reservehaltung der Banken sich änderte. Die SNB versäumte es, darauf zu achten, sah nur auf die Geldbasis und bemerkte gar nicht, wie inflationär ihre Geldpolitik wirkte.

Eine dogmenhistorische Anmerkung: Nach Friedman&Schwartz (1963) fokussierte sich die geldpolitische Diskussion auf M1 und M3. Die Geldbasis spielte damals allenfalls eine untergeordnete Rolle. Die 1970er Jahre brachten erhebliche Änderungen im Geldnachfrageverhalten (Goldfeld, BPEA 1975) und in den Transmissionsmechanismen, so dass M1 als Indikator für die Geldpolitik nicht mehr taugte. Da die Änderungen in den Transmissionsmechanismen lange anhielten, fing man wieder an, auf die Geldbasis zu achten - nicht weil man den Zusammenhang zwischen Geldbasis und Inflationpotential wieder für eindeutig hielt, sondern weil man in dieser Zeit des Umbruchs nicht wusste, was man sonst nehmen sollte. Woodfords Eliminierung des Geldes aus der Geldtheorie und aus der geldpolitischen Diskussion war auch deshalb so erfolgreich, weil man glaubte, bei intertemporalen Preisrelationen wisse man besser, worüber man redet als bei Geld. Eine Aporie unserer Wissenschaft, die eben diese Wissenschaft zum Anlass nimmt, noch kraftvoller in die Diskussionen einzusteigen als zuvor.

Zum Schluss noch eine Anmerkung zur Reservehaltung der Banken: Wenn Sie schreiben "starke Ausdehnung der Geldbasis mit der Folge, dass der kurzfristige Zins am Interbankenmarkt fast auf Null sinkt und die Banken hohe Überschussreserven halten", wie identifizieren Sie die Kausalität? Die Geldbasis setzt sich zusammen aus Bargeld und Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank. Die Bargeldausgabe hat mit der starken Ausdehnung der Geldbasis nicht viel zu tun. Also bedeutet die starke Ausdehnung der Geldbasis eine starke Ausdehnung der Reserven, die die Geschäftsbanken bei der Zentralbank halten. Die Parallelentwicklung von Geldbasis und Reserven der Banken bei der Zentralbank ist somit ein Ergebnis der Definitiorik, ohne dass man ohne weiteres eine Kausalität ausmachen könnte. (Die Unterscheidung Überschussreserven - Gesamtreserven hilft hier auch nicht weiter, denn bei den Mindestreserven tut sich nicht viel; allenfalls hat die Senkung des Mindestreservesatzes die Überschussreserven erhöht.)

Die Frage ist: Was ist exogen und was ist endogen? Eine Interpretation der Entwicklung geht dahin, dass die verschiedenen Zusammenbrüche der Interbankenmärkte 2007, 2008 und 2011 die Banken dazu veranlasst haben, sich für ihre kurzfristige Liquidität lieber auf die Zentralbankeinlagen als auf den Geldmarkt zu verlassen, und dass die Erhöhung der Geldbasis genau dieses Verhalten widerspiegelt. Warum finden Sie die in dieser Interpretation enthaltene Vorstellung von Kausalität falsch? (Zum Thema Identifikation im Zusammenspiel von Schocks und einer auf Stabilisierung bedachten Politik gibt es übrigens einen sehr interessanten Artikel von Blinder und Goldfeld im AER Mitte der 1970er Jahre.)

Es ist sicher löblich, wenn man sich mit Entschiedenheit nur zu den Punkten äußert, über die man selbst geforscht hat.

Zu Ihrer Antwort:

19. Ich betrachte weder money in the utility function noch cash in advance constraints als angemessene Modellierungen von Papiergeld. Sie können die Argumente in meiner Presidential Lecture bei der EEA nachlesen (EER 1993).

Meines Erachtens ist money-in-the-utility empirisch durch revealed preference gedeckt, weil Individuen nun einmal Geld halten, obwohl es (normalerweise) besser verzinsliche Bonds gibt. Mikroökonomisch mag das unbefriedigend sein, makroökonomisch ist es ok. Man nimmt auch Konsum in die Nutzenfunktion, ohne den genauen Konsumprozeß zu hinterfragen.

Das Problem ist bei Geld und bei Konsum unterschiedlich gelagert. Niemand zweifelt, dass Konsumgüter Nutzen stiften. Sie tun das aber, indem man sie isst. Geld als solches ist ein Asset, das keinen Nutzen stiftet. Das Problem der Rate of Return Dominance der Bonds taucht in den typischen allgemeinen Gleichgewichtsmodellen auf, in denen es in jeder Periode einen zentralen Markt gibt. Es verschwindet, sobald man berücksichtigt, dass man beim Bäcker nicht mit Bonds zahlen kann. Um das zu modellieren, braucht man dezentrale Transaktionen. Man braucht auch ein Transaktionskostenmodell, das garantiert, dass die Haltezeit nicht infinitesimal klein ist. Transaktionskostenmodelle beinhalten Nichtkonvexitäten, die Schwierigkeiten für die Existenz von Gleichgewichten aufwerfen. Die in den makroökonomischen Modellen unterstellten Budgetspezifizierungen sind nicht konsistent mit den Implikationen der Transaktionskostenmodelle.

Dahinter steht ein tieferes Problem: Geld ist ein Asset, das in Konkurrenz zu anderen Assets in unseren Portfeuilleen steht. Geld als Tauschmittel ist aber eng verbunden mit den Transaktionen, die Wertschöpfungsprozesse und Kaufprozesse begleiten. Diese beiden Dinge bringen wir nicht zusammen.

Der hier angesprochene Konflikt ist übrigens eng verbunden mit einem anderen Problem der makroökonomischen Modellierung: Assetmärkte und makroökonomische Prozesse laufen in unterschiedlichen Zeitskalen ab. Bei makroökonomischen Prozessen denken wir an Zeitskalen von einem Quartal oder einem Jahr, bei manchen Assetmärkten in "real time", d.h. Zeitskalen von Sekunden oder Tagen. Und der Unterschied ist wichtig: Ungleichgewichte auf der Ebene von Assetmärkten, z.B. in den Relationen von Assets zu Eigenkapital oder von Liquidität zu Schulden, lassen sich kurzfristig nicht durch die aus den makroökonomischen Prozessen erzeugten neuen Flows ausgleichen. Die in den Assetmärkten ohne neue Flows möglichen Anpassungsprozesse können daher extrem ausfallen, wenn das System überhaupt ein Gleichgewicht findet. (Anmerkung für Harald Uhlig: Das ist genau der Kontext, in dem Cash in the market pricing eine Rolle spielt. Es wäre schön, wenn wir einmal ein Makromodell bekämen, in dem verschiedene Dynamiken verschiedene Zeitskalen haben.)

Seit der Einführung der DSGE mit diskreter und homogener Periodisierung ist der Makroökonomie das Gefühl für diese Zusammenhänge verloren gegangen, auch das Gefühl für die Interaktion von Stocks und Flows und die Rolle des Geldes, das als Bestandsgröße benutzt wird, die mit Transaktionen verbundenen Flows zu regulieren.

Geld in die Nutzenfunktion zu setzen, gibt Ihnen ein handhabbares Modell, jedoch ohne Gewähr, dass das Modell etwas über Geld in der Realität zu sagen hat. Mit der von Ihnen gegebenen Begründung könnte man übrigens auch Staatsschuldtitel in die Nutzenfunktion setzen. Man erhielte damit interessante Wohlfahrtsergebnisse, aber ich vermute, dass Sie die genauso wenig überzeugend finden würden wie ich.

Im übrigen: Bei Samuelson (1958) und Tirole (1982) ist Geld das Beispiel schlechthin für eine "rationale" Blase, deren Existenzmöglichkeit sie negieren.

20. Für den Crowding Out Effect, den Sie behaupten, kommt es darauf an, ob die Staatsschulden zu Lasten von Realkapitalinvestitionen oder zu Lasten anderer Anlagen

gehen, z.B. zu Lasten von "Land", das in Ihrer theoretischen Argumentation ja im Zentrum steht, bzw. zu Lasten der Bewertung von Land.

Das ist ein sehr wichtiger Punkt. Drückt Staatsverschuldung die Immobilienpreise, wird nicht Realkapital verdrängt, sondern Konsum der Immobilienverkäufer. Außerdem verschlechtern sich Sicherheiten und damit die Kreditqualität.

Sie konzedieren also den Punkt, dass das von Ihnen behauptete Crowding Out von Realkapitalinvestitionen durch Staatsverschuldung nicht zwangsläufig erfolgt, wenn das Crowding Out zu Lasten von Land geht.

Bei den Immobilien müssen wir etwas aufpassen. Wenn die Leute einfach in den Immobilien wohnen, spielen die Immobilienbewertungen für Ihren Konsum keine Rolle. Wenn sie die Immobilien verkaufen und dafür niedrigere Erlöse erhalten, so ist ihr Konsum auch unbeeinflusst, wenn sie gleichzeitig auch Staatspapiere verkaufen. Im Rahmen der Modellargumentation dürfte ja wohl gelten, dass wenn die Staatsschulden einen Teil der Vermögensnachfrage decken, die Immobilienwerte *entsprechend* geringer sind.

Das Thema Sicherheit der Immobilien kommt in Ihrem Modell nicht vor. In der Realität würde ich mich eher darum sorgen, dass wenn die Immobilienwerte sehr hoch werden, die damit verbundenen Exposures sehr groß sind.

21. Sie sind nicht auf die Frage eingegangen, wie Ihre Aussagen zu Kreditrationierung und zu WACC zusammenpassen. Ein hohes WACC ist ein Indiz für zurückhaltende Investitionsnachfrage, Kreditrationierung dagegen ein Mechanismus der externen Beschränkung der Investitionsnachfrage.

Doch, lesen Sie einfach noch einmal nach unter meiner Antwort 28: Rationierung auf der Finanzierungsseite veranlaßt eine Unternehmensleitung zu schärferen (WACC-) Vorgaben auf der Investitionsseite.

Dann antworten Sie bitte auf meine zu Ihrer Antwort 28 gestellte Frage. Ich sehe WACC nicht nur als Instrument zur Verteilung der aus der Kreditrationierung folgenden Beschränkung des Gesamtvolumens der Investitionen auf die einzelnen Abteilungen, sondern auch und vor allem als genuines Maß für vermutete Kapitalkosten, d.h. einen Standard zur Ermittlung der Investitionen, die man überhaupt tätigen will. Oder sollte ich unterstellen, dass die Unternehmen bereit sind, alle Investitionen durchzuführen, die sie finanzieren können, und die Höhe ihrer Investitionen sich nur aus der Kreditrationierung ergibt?

22. Ich dachte wir beobachten steigende bzw. überhöhte Assetpreise. Hohe Bewertungen von "Land" stehen zumindest im Zentrum Ihrer theoretischen Argumentation.

In ganz Latein-Europa liegen die realen Immobilienpreise heute deutlich **unter** dem Niveau von 2007. Das ist der volkswirtschaftliche Grund der "faulen Kredite" und der Notwendigkeit weiterer balance-sheet-reductions (und Rettungsmaßnahmen).

Dieser Teil der Diskussion betrifft aber nicht Lateineuropa, sondern Deutschland. Sie hatten in früheren Mails gesagt, die Situation in Deutschland sei das eigentliche Paradox: Niedrige Zinsen und niedrige Inflation und eine sehr große Nachfrage nach Vermögenswerten. Steigende Immobilienpreise, wenig Kreditrationierung, hohe WACCs.

Mit freundlichen Grüßen,

Ihr Martin Hellwig

Lieber Herr Hellwig,

Sie verweigern die Diskussion über die Frage, ob die Geldbasis und die Zinssätze der richtige Indikatoren sind. Unter Berufung auf Friedman und Schwartz hatte ich dazu einige Argumente gegeben. Argumente sollten widerlegt werden, nicht einfach ignoriert.

Den relevanten Indikator "Überschußreserven" hatten Friedman und Schwarz nicht auf dem Schirm, deshalb war ihr Erklärungsansatz schon nach damaligen Maßstäben schwach. Bitte betrachten Sie die beigefügte Graphik, die meine Auffassung illustriert:

Nennenswerte Überschußreserven der US-Banken bei der Fed gab es nur zweimal, nämlich erstens während der Großen Depression und zweitens seit Ende 2008. In den übrigen Zeiträumen waren die Überschußreserven praktisch gleich Null und funktionierte die Lehrbuch-Transmission. Während der Großen Depression und seit Ende 2008 wirkt dieser Transmissionsmechanismus nicht mehr. Es gilt: "You cannot push a string" oder deutsch: "Man kann die Pferde zur Tränke führen, aber nicht zum Saufen zwingen." Der Grund ist, daß M1-M3-Geld durch Kreditvergabe geschaffen wird und dies bei einem Kreditlimit nicht funktioniert.

Warum gehen Sie nicht auf das Mandat der Zentralbank ein? Spielt die Höhe der Inflation bei der Beurteilung der Geldpolitik keine Rolle? Aber der gesetzliche Auftrag betrifft ie Inflationsrate und nicht die Geldbasis! Oder ist Ihnen der gesetzliche Auftrag egal?

Insofern Sie meinen, da bestehe kein Konflikt, denn Erhöhungen der Geldbasis wirkten inflationär, ist das eine Aussage über die Empirie, die durch die Fakten widerlegt wird. Wie in meinem langen Text vom Wochenende angemerkt: Die 1 Billion LTRO haben weder 2011/12 nach oben noch 2014 nach unten erkennbare Spuren bei der Inflation hinterlassen.

Das Ziel meines Aufsatzes Homburg (2015) bestand darin zu zeigen, unter welchen Umständen eine Ausdehnung der Geldbasis eben **nicht** zu Inflation führt. Die Antwort lautete: Bei einem Kreditlimit. In diesem Fall drückt die Geldbasisausdehnung lediglich Nominal- und Realzinsen.

Zum Schluss noch eine Anmerkung zur Reservehaltung der Banken: Wenn Sie schreiben "starke Ausdehnung der Geldbasis mit der Folge, dass der kurzfristige Zins am Interbankenmarkt fast auf Null sinkt und die Banken hohe Überschussreserven halten", wie identifizieren Sie die Kausalität? Die Geldbasis setzt sich zusammen aus Bargeld und Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank. Die Bargeldausgabe hat mit der starken Ausdehnung der Geldbasis nicht viel zu tun. Also bedeutet die starke Ausdehnung der Geldbasis eine starke Ausdehnung der Reserven, die die Geschäftsbanken bei der Zentralbank halten. Die Parallelentwicklung von Geldbasis und Reserven der Banken bei der Zentralbank ist somit ein Ergebnis der Definitiorik, ohne dass man ohne weiteres eine Kausalität ausmachen könnte.

Jede Wirtschaftseinheit kontrolliert ihre eigene Bilanz. Für eine nicht insolvenzbedrohte Zentralbank gilt das erst recht. Als Passivseite der Zentralbankbilanz kann die Geldbasis niemals ohne deren Einwilligung wachsen oder schrumpfen. Alles andere ist fallacy of composition. Eine einzelne Geschäftsbank kann ihre Reserven jederzeit am Interbankenmarkt aufstocken; dem Aggregat der Geschäftsbanken ist das nicht möglich. Also kann an der Kausalität doch kein Zweifel bestehen: Draghi hat zunächst LTRO angekündigt und durchgezogen, und jetzt zieht er QE durch. Analog war es bei der Fed. Die Frage, wie viele Reserven die Geschäftsbanken haben wollen, ist nur für den Interbankenzins relevant.

Die Frage ist: Was ist exogen und was ist endogen? Eine Interpretation der Entwicklung geht dahin, dass die verschiedenen Zusammenbrüche der Interbankenmärkte 2007, 2008 und 2011 die Banken dazu veranlasst haben, sich für ihre kurzfristige Liquidität lieber auf die Zentralbankeinlagen als auf den Geldmarkt zu verlassen, und dass die Erhöhung der Geldbasis genau dieses Verhalten

widerspiegelt. Warum finden Sie die in dieser Interpretation enthaltene Vorstellung von Kausalität falsch?

Wie stocken die Banken nach Ihrer Vorstellung die Reserven auf, wenn die Zentralbank das nicht will? Aus meiner Sicht ist das einfach fallacy of composition. Im Aggregat können die Banken Reserven weder generieren noch loswerden.

19. Ich betrachte weder money in the utility function noch cash in advance constraints als angemessene Modellierungen von Papiergeld. Sie können die Argumente in meiner Presidential Lecture bei der EEA nachlesen (EER 1993).

Meines Erachtens ist money-in-the-utility empirisch durch revealed preference gedeckt, weil Individuen nun einmal Geld halten, obwohl es (normalerweise) besser verzinsliche Bonds gibt. Mikroökonomisch mag das unbefriedigend sein, makroökonomisch ist es ok. Man nimmt auch Konsum in die Nutzenfunktion, ohne den genauen Konsumprozeß zu hinterfragen.

Das Problem ist bei Geld und bei Konsum unterschiedlich gelagert. Niemand zweifelt, dass Konsumgüter Nutzen stiften. Sie tun das aber, indem man sie isst.

Konsumenten kaufen auch Strom, den sie nicht essen. Überträgt man Ihre (bzw. Wallace's) Fundamentalkritik von Geld auf Strom, dann darf auch Strom nicht in die Nutzenfunktion, ohne daß man die dahinterstehenden technischen Prozesse genau modelliert. Ähnlich sind Chilischoten "intrinsically useless", weil zu scharf, und dürfen nur in die Nutzenfunktion, wenn man zuvor den Kochprozeß modelliert. Ich will nicht abstreiten, daß Grundlagenforschung zur besseren Modellierung des Geldes nützlich ist, aber die Lagos-Wright-Geschichten haben doch wenig gebracht.

Seit der Einführung der DSGE mit diskreter und homogener Periodisierung ist der Makroökonomie das Gefühl für diese Zusammenhänge verloren gegangen, auch das Gefühl für die Interaktion von Stocks und Flows und die Rolle des Geldes, dass als Bestandsgröße benutzt wird, die mit Transaktionen verbundenen Flows zu regulieren.

DGE-Modell sind im Gegensatz zu den statischen Modellen à la IS-LM mit expliziten Budgetbeschränkungen formuliert und stock-flow-consistent. Hierin liegt der bleibende Fortschritt gegenüber den früher verwendeten inkohärenten Makromodellen. Christ (JPE 1965) war der erste, der ein "government budget constraint" vorschlug. In Blanchard-illing gibt es so etwas auf den ersten 700 Seiten nicht, statt dessen feiert die fallacy of composition fröhlich Urständ und "schafft" der Staat Nachfrage aus dem Nichts.

20. Für den Crowding Out Effect, den Sie behaupten, kommt es darauf an, ob die Staatsschulden zu Lasten von Realkapitalinvestitionen oder zu Lasten anderer Anlagen gehen, z.B. zu Lasten von "Land", das in Ihrer theoretischen Argumentation ja im Zentrum steht, bzw. zu Lasten der Bewertung von Land.

Das ist ein sehr wichtiger Punkt. Drückt Staatsverschuldung die Immobilienpreise, wird nicht Realkapital verdrängt, sondern Konsum der Immobilienverkäufer. Außerdem verschlechtern sich Sicherheiten und damit die Kreditqualität.

Sie konzедieren also den Punkt, dass das von Ihnen behauptete Crowding Out von Realkapitalinvestitionen durch Staatsverschuldung nicht zwangsläufig erfolgt, wenn das Crowding Out zu Lasten von Land geht.

Konzедieren ist nicht der richtige Begriff. Ich hatte in meinem "Overaccumulation"-Aufsatz in GER 2014 betont, daß Crowding Out in einem Modell mit Land anders funktioniert als in einem Modell ohne Land; insofern halten Sie mir hier meine eigene Erkenntnis vor.

Wegen C+I+G ist es übrigens ohne Belang, ob G das I oder das C verdrängt. Die Gesamtnachfrage bleibt in beiden Fällen gleich.

Bei den Immobilien müssen wir etwas aufpassen. Wenn die Leute einfach in den Immobilien wohnen, spielen die Immobilienbewertungen für Ihren Konsum keine Rolle.

Das sagen Sie (und Buitter) und haben dabei ein Modell im Kopf, in dem die Menschen über unendliche Zeithorizonte planen. Wenn ich einmal 80 bin, freue ich mich über hohe Immobilienpreise, löse meine long position in Immobilien auf und verprasse den Betrag. Etwas subtiler: Steigende Landpreise erzeugen den Eindruck eines höheren "wealth of nation", obwohl Land im Aggregat nicht in Konsum umgeformt werden kann. Diese Fragilität steckt m. E. hinter dem, was man oberflächlich als Bankenkrise wahrnimmt.

21. Sie sind nicht auf die Frage eingegangen, wie Ihre Aussagen zu Kreditrationierung und zu WACC zusammenpassen. Ein hohes WACC ist ein Indiz für zurückhaltende Investitionsnachfrage, Kreditrationierung dagegen ein Mechanismus der externen Beschränkung der Investitionsnachfrage.

Doch, lesen Sie einfach noch einmal nach unter meiner Antwort 28: Rationierung auf der Finanzierungsseite veranlaßt eine Unternehmensleitung zu schärferen (WACC-) Vorgaben auf der Investitionsseite.

Dann antworten Sie bitte auf meine zu Ihrer Antwort 28 gestellte Frage. Ich sehe WACC nicht nur als Instrument zur Verteilung der aus der Kreditrationierung folgenden Beschränkung des Gesamtvolumens der Investitionen auf die einzelnen Abteilungen, sondern auch und vor allem als genuines Maß für vermutete Kapitalkosten, d.h. einen Standard zur Ermittlung der Investitionen, die man überhaupt tätigen will. Oder sollte ich unterstellen, dass die Unternehmen bereit sind, alle Investitionen durchzuführen, die sie finanzieren können, und die Höhe ihrer Investitionen sich nur aus der Kreditrationierung ergibt?

Genau das letzte meine ich. Investitionsmöglichkeiten sind immer unbegrenzt, erst recht was Land und Gebäude angeht. Die tatsächlichen Investitionen werden begrenzt durch a) Kreditkosten oder b) Kreditverfügbarkeit. Damit schließt sich der Kreis zu den oben angesprochenen Überschußreserven. In einem Regime mit unconstrained credit (1945-2008) funktioniert die normale geldpolitische Transmission. In einem Regime mit constrained Kredit (1931-1944) und 2009-? funktioniert sie nicht und treten jene Paradoxa auf, mit denen wir uns so quälen.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg – Ihre ausführliche Debatte mit Martin Hellwig hat mich veranlasst, meine Antwort auf eine frühere Mail von Ihnen zurück zu stellen. Nun werden wir uns morgen sehen zum „Streitgespräch“ bei der Wirtschaftswoche. Daher wollte ich mich doch noch einmal melden, damit Sie nicht meinen, ich wollte Ihnen vorenthalten, was ich morgen sagen werde.

Unser Dissens rankt sich vor allem um die Frage, was das „Preissignal“ des Nullzinses eigentlich bedeutet. Mein Eindruck ist, dass Sie vor allem mit einem Vollbeschäftigungsmodell argumentieren, in dem selbst bei einem risikobereinigten Zins von Null staatliche Defizite private Investitionen 1:1 verdrängen. Und in diesem Zusammenhang sehen Sie den Nullzins nicht als ein gültiges Preissignal für die Grenzproduktivität des Realkapitals. Diese verankern Sie eher bei der WACC. Zur Erklärung der Diskrepanz zwischen WACC und dem Zins auf Bundesanleihen und auch zur Erklärung anderer Fakten dient Ihnen auch die Hypothese, dass die Investitionen durch Kreditrestriktionen in der Form von Beleihungsgrenzen, nicht aber durch die Zinskosten der Kredite beschränkt werden. Daher könne auch eine expansive Geldpolitik mit niedrigen Zentralbankzinsen die Investitionen nicht stimulieren.

Ich selbst habe die (von Ihnen wegen des Bodenarguments abgelehnte) Grundhypothese, dass der hypothetische Gleichgewichtszins in einer Welt ohne Staatsschulden massiv negativ wäre (der „natürliche Zins“). Selbst bei dem heutigen Stand an Staatsschulden sehe ich den herrschenden Nullzins als Obergrenze des realwirtschaftlichen Gleichgewichtszins. Ich halte es für sehr viel wahrscheinlicher, dass er sogar negativ ist, sodass wir im Grunde in einer Liquidity Trap Situation sind. Daher meine ich, dass zusätzliche kreditfinanzierte Staatsausgaben Deutschlands (oder Österreichs oder der Schweiz), die privaten Investitionen nicht verdrängen, sondern sogar stimulieren. Solche Staatsausgaben (oder Steuersenkungen) in Deutschland wäre für Deutschland selbst gegenwärtig nicht erforderlich, da wir durch eine hohe Wettbewerbsfähigkeit unsere „Sparschwemme“ mittels eines beachtlichen Exportüberschusses den anderen Staaten aufbürden. Wären wir nicht überdurchschnittlich wettbewerbsfähig, dann hätten auch wir zu hohe Arbeitslosigkeit. Ein deutsches fiskalisches Defizit käme insbesondere den anderen Euro-Staaten in der Form höherer Nachfrage nach ihren Produkten zugute. Damit würde auch der Euro stabilisiert (oder „gerettet“. Ich werde demnächst vor einem Nicht-Ökonomen-Publikum in Köln einen Vortrag halten mit dem Titel „Wie rettet man den Euro?“).

Ihre Erklärung der weltwirtschaftlichen Situation mit dem Phänomen der Kreditrationierung leuchtet mir nicht ein. Ich habe meine Gründe dafür in früheren E-Mails ausführlich dargelegt – will das hier nicht wiederholen. Nur ein Faktum. Die Wohnungsbaukredite privater Haushalte machen Ende 2015 etwas mehr als eine Billion Euro aus – als Bestandsgröße. Der Verkehrswert der Immobilien, die diesem Kreditvolumen gegenüber stehen, ist nach meiner groben Abschätzung mindestens sechs Billionen Euro, also mindestens das Sechsfache. In einem makroökonomischen Modell müsste damit die Beleihungsgrenze bei ca. 17 Prozent, allenfalls bei 20 Prozent liegen. Das ist völlig unrealistisch, da faktisch Hauskäufer den Kaufpreis oft zu 80% durch Kredit finanzieren können. Ein hoher Prozentsatz des Wohnimmobilien ist schuldenfrei. Natürlich könnten die Eigentümer zusätzlichen Kredit bekommen. Sie wollen nicht. Bei einem Hypothekenzins von 1-2% p.a. heißt das: Die Grenzproduktivität des Kapital liegt hier offenbar unter 1 % p.a.. Oder hält die Angst vor Deflation die Leute davon ab, Kredit zu nehmen?

Die hier dargestellte Situation gilt approximativ auch für die meisten anderen Immobilien der OECD-Welt. Da – wie ich früher schon schrieb – die Immobilien fünf Sechstel des Wertes des gesamten Realkapitals ausmachen, ist für mich Ihre Theorie, dass ein WACC von 10 % oder mehr das korrekte Preissignal für die Grenzproduktivität des Kapitals sei, nicht nachvollziehbar.

Bis morgen

Ihr

Carl Christian von Weizsäcker

27.5.16

Lieber Herr Homburg,

1. Dass F&S Schwächen aufweisen, hat schon Temin angemerkt, insbesondere die, dass der "Money Stock", mit dem sie arbeiten, eine merkwürdige Mischung von Angebots- und Nachfrageelementen enthält und eine Verhaltensanalyse eigentlich fehlt. (Sind Einlagen und Bargeld eigentlich Substitute oder Komplemente?) Die Schwächen sind aber für den Punkt, um den es geht, nicht von Bedeutung.

Der zentrale Punkt ist der, dass die Geldbasis zwar im Normalfall ein guter Indikator für das Inflationspotential der Geldpolitik ist, in Ausnahmesituationen aber nicht. Dieser Punkt ist unabhängig von der Frage, ob mangelhaft zwischen Überschussreserven und Gesamtreserven unterscheidet. F&S selbst merken an, die Jahre 1929-33 seien hinsichtlich dieser Frage eine Ausnahmeperiode gewesen. Ihre Diagramm zeigt nun, dass die Jahre seit der Krise in dieser Frage wieder eine Ausnahmeperiode sind. F&S ziehen aus ihrer Beobachtung den Schluss, dass die Zentralbank in einer solchen Ausnahmeperiode nicht auf die Geldbasis achten sollte, sondern auf ein weiteres Aggregat. Sie lehnen das, wenn ich Sie richtig verstehe, ab. Sie haben diese Ablehnung aber noch nicht begründet.

2. Sie haben auch nicht auf die Frage geantwortet, warum Sie die Entwicklung der Geldbasis zum Maßstab machen und nicht die Inflation. Die EZB hat ein Preisstabilitätsmandat. Daraus ziehe ich den Schluss, dass ihre Aufgabe darin besteht, die Geldpolitik so zu managen, dass die Inflation dem vorgegebenen Zielwert nahe kommt.

Man kann über die Frage streiten, ob 2% der richtige Wert ist, aber dann müsste man auch auf alle die Argumente eingehen, die gegeben wurden, als man die 2% festlegte, auch von denen, die heute 2% für zu hoch halten. Jedoch ist die Frage, welches Inflationsziel man hat, unabhängig von der Frage, ob die Zentralbank auch dann für eine stetige Entwicklung der Geldbasis sorgen sollte, wenn aufgrund von Veränderungen im monetären Transmissionsmechanismus eine solche Entwicklung deutliche Abweichungen beim Inflationsziel erwarten lässt.

Wenn das rechtlich vorgegebene Mandat der Zentralbank auf die Preisentwicklung abstellt, sehe ich nicht, woher Sie die Legitimation für eine andere Vorgabe nehmen und bitte um Argumente.

3. Die These, dass M1 bis M3 durch Kreditvergabe geschaffen werden, ist populär, aber auf gefährliche Weise unvollständig. Herr Mayer hat die These auch in seiner Kritik zu unserem Buch vertreten. Sie kommt derzeit vor allem von der Bank of England. In der Anlage finden Sie einige Slides dazu. Die Bargeldhaltung der Privaten hat auch einen Einfluss auf M1, siehe die Weltwirtschaftskrise und siehe Griechenland im letzten Jahr. Und bei der Kreditvergabe kommt es nicht nur auf die Profitabilität der Kredite an, sondern auch auf die Strategie, die der Bank zur Verfügung steht, um die eigene Finanzierung nachhaltig zu sichern. Die Leute von der Bank of England unterstellen, dass die Überweisung der Mittel von Konten bei einer Bank auf Konten bei einer anderen Bank für die erste Bank unproblematisch ist, weil sie sich die Mittel immer am Interbankenmarkt zurückholen kann. Diese Annahme macht die Modellierung einfach, entspricht aber nicht immer der Realität. In der Krise standen die Interbankenmärkte nicht mehr zur Verfügung. Das Vertrauen in die Verlässlichkeit dieser Märkte wurde erschüttert, und dieser Vertrauensverlust wirkt bis heute nach.

Sie selbst betonen auch die Rolle des Interbankenmarktes. Mich würde interessieren, wie sie dabei die Erfahrungen von 2008 und 2011 einordnen.

4. It takes two to tango. Wenn Sie schreiben, jede Wirtschaftseinheit kontrolliere ihre eigene Bilanz, insofern spiegle die Ausweitung der Zentralbankgeldmenge das Verhalten der Zentralbank, übergehen Sie die Tatsache, dass jede Geschäftsbank die Höhe ihrer Überschussreserven kontrolliert.

Wenn ein Monopolist einen Preis setzt und wir dann Schwankungen in den Mengen beobachten, sind nach Ihrer Logik die Schwankungen dem Verhalten des Monopolisten zuzuschreiben, denn diesem hätte die Verkäufe auch ablehnen oder seine können. Semantik ist geduldig.

Wenn zwei Größen, in diesem Fall die Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank und die Verbindlichkeiten der Zentralbank gegenüber den Geschäftsbanken, aufgrund der Definitiorik immer gleich sind, macht es wenig Sinn, zu sagen, Veränderungen der einen Größe "verursachen" Veränderungen der anderen. Der gemeinsame Wert beider Größen wird vielmehr durch das Verhalten aller Beteiligten bestimmt, und die Identifikation von Kausalitäten muss über die Mechanismen nachdenken und geeignete Instrumente verwenden.

In diesem Zusammenhang wäre darauf zu achten, dass eine Zentralbank, die sich an das Mandat der Preisstabilität hält, ihre Geldpolitik selbst von den Umständen abhängen lässt, d.h. dass die Geldbasis, anders in einem Regime, wie es Ihnen vorschwebt, selbst endogen ist. Wenn man dem Rechnung trägt, wird man vermutlich finden, dass die veränderte Reservehaltung der Banken bei der Entwicklung der Geldpolitik eine zentrale Rolle spielte.

Im übrigen wundert mich, dass Sie in diesem Teil Ihrer Diskussion auf Reserven und nicht auf Überschussreserven abstellen, nachdem Sie vorher letztere hervorgehoben haben. Natürlich ist richtig, dass die Banken im Aggregat die Reserven nur aufstocken können, wenn die Zentralbank das zulässt, aber für die Überschussreserven gilt das nicht.

5. Also tun wir auch Staatschulden in die Nutzenfunktion und haben dann ein perfektes Argument dafür, dass wir mehr Staatsschulden brauchen.

Ich sehe Kiyotaki-Wright etc., auch kritisch, zum einen weil sie nichts Vernünftiges über Preise sagen können, zum anderen, weil sie auch eine Cash-in-Advance-Constraint haben, und zum Dritten, weil die Umlaufgeschwindigkeit exogen ist.

Ich teile auch die Auffassung, dass der Umstand, dass die Grundlagen der Geldtheorie nicht da sind, uns nicht zur wirtschaftspolitischen Abstinenz verpflichtet. Sie verpflichtet uns aber zu einer gewissen Bescheidenheit, zumal wenn die Dinge, zu denen wir uns äußern, mit genau den Bereichen der Geldtheorie zusammenhängen, bei denen wir ziemlich unwissend sind.

6. Ich bestreite, dass der Umgang mit Bestands- und Strömungsgrößen in den DSGE - Modellen, die wir haben, geeignet ist, den Unterschieden der Dynamiken in Assetmärkten und Gütermärkten Rechnung zu tragen. Die interne Logik ist konsistent, aber der Realitätsbezug fehlt.

7. Beim Thema Crowding Out ging es in der bisherigen Diskussion nicht um C+I+G und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, sondern um die Assets, die als Vermögenswerte in einem intertemporalen Gleichgewicht gehalten werden. Während Christian von Weizsäcker vermutet, es gebe nicht genügend profitable Investitionen, damit die realen Assets die Vermögensnachfrage decken, und deshalb könnte es sinnvoll sein, Papier-Assets zu schaffen, haben Sie betont, dass (i) in einer friktionslosen Welt mit Land, die Bedingungen für die Vorteilhaftigkeit der Einführung von Papier-Assets nicht vorliegen können und (ii) in der Realität das Grenzprodukt des Kapitals noch über der Wachstumsrate liegt, mithin die Verwendung von Papier-Assets zu einem ineffizienten Crowding Out von Realkapital führen würde. Ich habe dazu eingewandt, dass dieses Argument hinfällig ist, wenn die Papier-Assets nicht zu Lasten des Realkapitals, sondern zu Lasten von Land bzw. der Bewertung von Land gehen. Sie haben diesen Punkt konzediert, womit Ihr zentraler Einwand gegen Christian von Weizsäcker eine Lücke aufweist.

8. Wenn Ihre Vorstellung zu Investitionen dahin geht, dass es immer beliebig viele Projekte gibt und eine Beschränkung der Investitionen nur über Kreditrationierung kommt, dann kann ich verstehen, warum Sie von Weizsäckers Vorstellung eine Knappheit an realen Assets relativ zur Nachfrage nach Vermögenswerten ablehnen. Dann gründet sich diese Ablehnung aber schon auf diese Grundannahme.

Ich hätte allerdings gedacht, dass Kapitalkostenmaße auch Lenkungsfunktionen haben, die unabhängig von Kreditrationierung sind. Schließlich gibt es viele Unternehmen, die Cash akkumulieren, ohne zu investieren. Bei diesen fällt es mir schwer, an Kreditrationierung zu glauben. Und die von Chandler beschriebenen englischen Unternehmen der zweiten industriellen Revolution, z.B. ein Versicherer mit 100% Dividende in einem Jahr, passen auch nicht ganz zu Ihrer Annahme.

9. Mir fehlt immer noch eine Auseinandersetzung mit der empirischen Beobachtung, dass in Deutschland in den letzten Jahren Kreditbeschränkungen deutlich zurückgegangen sind.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

PS Einige der hier diskutierten Punkte sind ausgearbeitet in:

M. Hellwig, Financial Stability, Monetary Policy, Banking Supervision and Central Banking
(http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2475780)

sowie M. Hellwig, Financial Stability and Monetary Policy (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2639532)

Beide Papiere betreffen auch die deutsche Diskussion über die Politik der EZB. Kommentare sind jederzeit willkommen.

28.5.16

Lieber Herr Hellwig,
liebe Diskussionsteilnehmer,

ich habe mir in Absprache mit Herrn von Weizsäcker erlaubt, Malte Fischer und Bert Losse in den Verteiler aufzunehmen. Bitte richten Sie Ihre "reply all" an diese Email, damit das nicht verloren geht. Herrn Hellwigs Bemerkungen sind im folgenden fett hervorgehoben, meine Antworten folgen in Normaltext.

Am 27.05.2016 um 09:05 schrieb Martin Hellwig:

Lieber Herr Homburg,

1. Dass F&S Schwächen aufweisen, hat schon Temin angemerkt, insbesondere die, dass der "Money Stock", mit dem sie arbeiten, eine merkwürdige Mischung von Angebots- und Nachfrageelementen enthält und eine Verhaltensanalyse eigentlich fehlt. (Sind Einlagen und Bargeld eigentlich Substitute oder Komplemente?) Die Schwächen sind aber für den Punkt, um den es geht, nicht von Bedeutung. Der zentrale Punkt ist der, dass die Geldbasis zwar im Normalfall ein guter Indikator für das Inflationspotential der Geldpolitik ist, in Ausnahmesituationen aber nicht. Dieser Punkt ist unabhängig von der Frage, ob man genau zwischen Überschussreserven und Gesamtreserven unterscheidet. F&S selbst merken an, die Jahre 1929-33 seien hinsichtlich dieser Frage eine Ausnahmepériode gewesen. Ihr Diagramm zeigt nun, dass die Jahre seit der Krise in dieser Frage wieder eine Ausnahmepériode sind. F&S ziehen aus ihrer Beobachtung den Schluss, dass die Zentralbank in einer solchen Ausnahmepériode nicht auf die Geldbasis achten sollte, sondern auf ein weiteres Aggregat. Sie lehnen das, wenn ich Sie richtig verstehe, ab. Sie haben diese Ablehnung aber noch nicht begründet.

Weil dies der zentrale Punkt ist, unternehme ich einen weiteren Anlauf. Die erste beigefügte Abbildung zeigt, daß die Überschußreserven der US-Geschäftsbanken bei der Fed zweimal stark positiv waren: Erstens von 1933 bis zum Ende des 2. Weltkriegs. Zweitens von Ende 2008 bis heute. Dazwischen waren die Überschußreserven gleich Null.

- a) Allgemein gilt $M1 \leq m H$, wobei der Multiplikator m und die Geldbasis H für die Banken exogen sind. Andernfalls würden Mindestreserveverpflichtungen verletzt.
- b) Im Normalfall 1945-2007 ist $M1 = m H$, diese Nebenbedingung also bindend.
- c) Im Sonderfall 1933-1944 und 2008-? ist $M1 < m H$, es bestehen Überschußreserven.

Wenn eine Nebenbedingung **Schlupf** hat, wird das Gleichgewicht durch Erhöhung des Schlupfes **nicht** verändert, das ist ein elementares Prinzip der Optimierungstheorie. Also hat im Sonderfall c) eine Erhöhung von H durch QE keine Wirkung. Der Denkfehler von Friedman und Schwarz besteht darin, daß sie dies verkannt haben.

2. Sie haben auch nicht auf die Frage geantwortet, warum Sie die Entwicklung der Geldbasis zum Maßstab machen und nicht die Inflation. Die EZB hat ein Preisstabilitätsmandat. Daraus ziehe ich den Schluss, dass ihre Aufgabe darin besteht, die Geldpolitik so zu managen, dass die Inflation dem vorgegebenen Zielwert nahe kommt.

Deklinieren wir den obigen Gedanken für die Eurozone durch. Die zweite beigefügte Abbildung zeigt das bekannte Muster der Überschussreserven einschließlich deposit facility: Bis 2008-III sind die Überschussreserven gleich Null, wie im Lehrbuch. Ende 2008 steigen sie, sinken dann bis 2011. Hernach kommt LTRO, das dann ausläuft. Im März 2015 beginnt dann QE, Ende offen.

a) Sie argumentieren mit Friedman und Schwarz, QE sei geldpolitisch eine gute Sache. Wie machen Sie das empirisch fest? Welche heilsamen Wirkungen hatte denn die Achterbahnfahrt der Überschussreserven, die zwischen 5 und 32 Prozent des Eurozonen-BIP schwankten?

b) Ich argumentiere, QE sei geldpolitisch wirkungslos, weil die Erzeugung von noch mehr Schlupf in einer Nebenbedingung, die ohnehin Schlupf hat, nichts bringt. Fiskalpolitisch ist QE aber enorm wichtig, weil Draghi inzwischen für knapp 1 Bio. Euro jährlich Bonds kauft und damit weit mehr, als Renzi & Co. emittieren.

Man kann über die Frage streiten, ob 2% der richtige Wert ist, aber dann müsste man auch auf alle die Argumente eingehen, die gegeben wurden, als man die 2% festlegte, auch von denen, die heute 2% für zu hoch halten. Jedoch ist die Frage, welches Inflationsziel man hat, unabhängig von der Frage, ob die Zentralbank auch dann für eine stetige Entwicklung der Geldbasis sorgen sollte, wenn aufgrund von Veränderungen im monetären Transmissionsmechanismus eine solche Entwicklung deutliche Abweichungen beim Inflationsziel erwarten lässt.

In der Normalsituation $M1 = m H$ mag ich mich durchaus mit inflation targeting anfreunden. In der Sondersituation $M1 < m H$ geht es nicht um diese normative Frage. Entscheidend ist vielmehr, daß die EZB ein wie immer definiertes Ziel nicht erreichen kann. In Japan liegen die Dinge seit mittlerweile 25 Jahren ähnlich. Das einzige, was die EZB tatsächlich schafft, ist ein gigantischer Bailout Latein-Europas.

3. Die These, dass M1 bis M3 durch Kreditvergabe geschaffen werden, ist populär, aber auf gefährliche Weise unvollständig. Herr Mayer hat die These auch in seiner Kritik zu unserem Buch vertreten. Sie kommt derzeit vor allem von der Bank of England. In der Anlage finden Sie einige Slides dazu. Die Bargeldhaltung der Privaten hat auch einen Einfluss auf M1, siehe die Weltwirtschaftskrise und siehe Griechenland im letzten Jahr. Und bei der Kreditvergabe kommt es nicht nur auf die Profitabilität der Kredite an, sondern auch auf die Strategie, die der Bank zur Verfügung steht, um die eigene Finanzierung nachhaltig zu sichern. Die Leute von der Bank of England unterstellen, dass die Überweisung der Mittel von Konten bei einer Bank auf Konten bei einer anderen Bank für die ersten Bank unproblematisch ist, weil sie sich die Mittel immer am INterbankenmarkt zurückholen kann. Diese Annahme macht die Modellierung einfach, entspricht aber nicht immer der Realität. In der Krise standen die Interbankenmärkte nicht mehr zur Verfügung. Das Vertrauen in die Verlässlichkeit dieser Märkte wurde erschüttert, und dieser Vertrauensverlust wirkt bis heute nach.

Den Zahlen nach rührt die Musik der Überschussreserven keineswegs von Änderungen der Bargeldhaltung her, sondern von der Expansion der Geldbasis.

Im übrigen wundert mich, dass Sie in diesem Teil Ihrer Diskussion auf Reserven und nicht auf Überschussreserven abstellen, nachdem Sie vorher letztere hervorgehoben haben. Natürlich ist richtig, dass die Banken im Aggregat die Reserven nur aufstocken können, wenn die Zentralbank das zulässt, aber für die Überschussreserven gilt das nicht.

Bitte kreuzen Sie an, welcher der folgenden Behauptungen meinerseits sie nicht zustimmen, damit wir feststellen können, ob und wo hier Meinungsverschiedenheiten bestehen:

1. Die Zentralbank hat die Kontrolle über ihre eigene Bilanz und damit über die Geldbasis.
2. Die Gesamtreserven der Banken sind für diese exogen. Daß Banken ihre Reserven abbauen können, indem sie Kredite vergeben, gehört zu den traurigsten Mißverständnissen unseres

Geldsystems, auch wenn es in der Fachpresse wieder und wieder zu lesen ist: Wenn der Kreditnehmer den Betrag überweist, sinkt zwar die Reserve der kreditgewährenden Bank, aber es steigt die Reserve der Empfängerbank. Die Gesamtreserven bleiben gleich.

3. Die Überschußreserven der Banken sind für diese im Normalfall endogen. Sie können zwar nicht ihre aggregierten Reserven abbauen, wohl aber die aggregierten Überschußreserven, indem sie Kredite vergeben und damit die Mindestreserve erhöhen.

4. Im Sonderfall $M1 < m H$, also in Gegenwart eines Kreditlimits, können die Banken aber auch ihre aggregierten Überschußreserven nicht abbauen. Dies ist derzeit der Fall.

7. Beim Thema Crowding Out ging es in der bisherigen Diskussion nicht um C+I+G und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, sondern um die Assets, die als Vermögenswerte in einem intertemporalen Gleichgewicht gehalten werden.

Ganz im Gegenteil ging es in der Diskussion zwischen Carl-Christian von Weizsäcker und mir immer um die Wirkung der Staatsausgaben auf C+I+G und damit um die Frage, ob der Staat die gesamtwirtschaftliche Nachfrage wie ein deus ex machina zu steigern vermag. Das klappt nur in Partialmodellen oder Modellen ohne Budgetbeschränkungen problemlos.

Während Christian von Weizsäcker vermutet, es gebe nicht genügend profitable Investitionen, damit die realen Assets die Vermögensnachfrage decken, und deshalb könnte es sinnvoll sein, Papier-Assets zu schaffen, haben Sie betont, dass (i) in einer friktionslosen Welt mit Land, die Bedingungen für die Vorteilhaftigkeit der Einführung von Papier-Assets nicht vorliegen können und (ii) in der Realität das Grenzprodukt des Kapitals noch über der Wachstumsrate liegt, mithin die Verwendung von Papier-Assets zu einem ineffizienten Crowding Out von Realkapital führen würde. Ich habe dazu eingewandt, dass dieses Argument hinfällig ist, wenn die Papier-Assets nicht zu Lasten des Realkapitals, sondern zu Lasten von Land bzw. der Bewertung von Land gehen. Sie haben diesen Punkt konzediert, womit Ihr zentraler Einwand gegen Christian von Weizsäcker eine Lücke aufweist.

Diese Diskussion hat vor 3 Jahren begonnen mit der Frage, ob C+I+G so klein ist, daß ein Unterbeschäftigungsgleichgewicht besteht. Empirisch würde dies Dauer-Deflation implizieren. Nach einem hiervon unabhängigen Argument, das ich vor zwei Jahren eingeführt habe und das Sie als Ihren Einwand betrachten, machen Staatsschulden per gesamtwirtschaftlicher Budgetbeschränkung außerdem Immobilienpreise und Bankbilanzen kaputt und verschärfen damit das Problem, das die Staatsverschuldung lösen soll.

8. Wenn Ihre Vorstellung zu Investitionen dahin geht, dass es immer beliebig viele Projekte gibt und eine Beschränkung der Investitionen nur über Kreditrationierung kommt, dann kann ich verstehen, warum Sie von Weizsäckers Vorstellung einer Knappheit an realen Assets relativ zur Nachfrage nach Vermögenswerten ablehnen. Dann gründet sich diese Ablehnung aber schon auf diese Grundannahme.

Das ist definitiv nicht meine Vorstellung. CCvW und ich sind uns vielmehr vollkommen einig, daß Investitionsmöglichkeiten begrenzt sind. Formal drücke ich das meist durch eine Inada-Bruttoproduktionsfunktion mit Vollabschreibung aus. Der Nettogrenzertrag geht gegen -100%.

Der Unterschied der Positionen liegt nicht beim Kapital, sondern in folgendem: CCvW (2011) versteht nonfinancial assets als K. Ich verstehe nonfinancial assets als $K+q L$, mit L als Landmenge und q als realem Landpreis. Während K durch rentable Projekte stets von oben beschränkt ist, gilt das für q L nicht, denn q ist eine endogene Variable, die im Gleichgewicht bestimmt wird. Bei zunehmender Ersparnis kann q L theoretisch unbegrenzt wachsen. Empirisch sind K/Y und $q L/Y$ von gleicher Größenordnung. In der Praxis wird q wesentlich durch den leverage cycle bestimmt.

Ich hätte allerdings gedacht, dass Kapitalkostenmaße auch Lenkungenfunktionen haben, die unabhängig von Kreditrationierung sind. Schließlich gibt es viele Unternehmen, die Cash akkumulieren, ohne zu investieren. Bei diesen fällt es mir schwer, an Kreditrationierung zu glauben. Und die von Chandler beschriebenen englischen Unternehmen der zweiten industriellen Revolution, z.B. ein Versicherer mit 100% Dividende in einem Jahr, passen auch nicht ganz zu Ihrer Annahme.

Hier stimmen wir überein. In einem Mikromodell würde man heterogene Kreditlimits annehmen. Ein Makromodell muß man so interpretieren, daß der Grenz-Kreditnachfrager rationiert ist. Bei beliebig vielen alten und schuldenfreien Immobilienbesitzern wird der Marktpreis durch junge eigenkapitalschwache Käufer bestimmt, deshalb hängt Kreditrationierung nicht vom durchschnittlichen Leverage ab.

9. Mir fehlt immer noch eine Auseinandersetzung mit der empirischen Beobachtung, dass in Deutschland in den letzten Jahren Kreditbeschränkungen deutlich zurückgegangen sind.

Deutschland ist das einzige Land der Eurozone, in dem die realen Hauspreise seit Jahren stetig steigen und heute deutlich über Vorkrisenniveau liegen. In der Peripherie und ebenso in der aggregierten Eurozone geht es hingegen abwärts. Das paßt schon.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Homburg,

zur besseren Lesbarkeit habe ich meine Antwort in eine Anlage gesetzt.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Attachment:

1. Überschussreserven

- a) Allgemein gilt $M1 \leq m H$, wobei der Multiplikator m und die Geldbasis H für die Banken exogen sind. Andernfalls würden Mindestreserveverpflichtungen verletzt.
- b) Im Normalfall 1945-2007 ist $M1 = m H$, diese Nebenbedingung also bindend.
- c) Im Sonderfall 1933-1944 und 2008-? ist $M1 < m H$, es bestehen Überschussreserven.

Wenn eine Nebenbedingung **Schlupf** hat, wird das Gleichgewicht durch Erhöhung des Schlupfes **nicht** verändert, das ist ein elementares Prinzip der Optimierungstheorie. Also hat im Sonderfall c) eine Erhöhung von H durch QE keine Wirkung. Der Denkfehler von Friedman und Schwarz besteht darin, daß sie dies verkannt haben.

Sie unterstellen ein mechanisches Multiplikatormodell. Die Entscheidung der Bank zwischen einer Liquiditätspolitik, die im Zweifel auf den Geldmarkt zurückgreift, und einer Liquiditätspolitik, die auf Reserven abstellt, wird dabei ausgeklammert.

Das mechanische Multiplikatormodell bot in den 1960er Jahren Anlass zur Frage, was eigentlich die Geldschöpfung auf den damals sogenannten Eurodollarmärkten begrenze. Die Antwort lag in der Einsicht, dass das A&L-Management der einzelnen Bank sehr wohl Gründe dafür gibt, Reserven zu halten, auch wenn das nicht vorgeschrieben ist. Die

empirische Beobachtung, dass die Überschussreserven in normalen Zeiten nahe bei Null liegen, sagt etwas über die Höhe der Mindestreserven und über die Einschätzung der Liquiditätsrisiken durch die Geschäftsbanken.

2. Geldbasis versus Inflation als Indikator für Geldpolitik

Meine Frage, warum Sie die Entwicklung der Geldbasis zum Maßstab machen und nicht die Inflation, betrifft zunächst einmal den normativen Standard. Dazu sagen Sie nichts. In Ihre Antwort besagt, in bestimmten Situationen sei QE wirkungslos. Ich bitte aber um eine Antwort auf die Frage, warum Sie bei der Beurteilung der EZB – Politik das Mandat der EZB völlig ausblenden.

Deklinieren wir den obigen Gedanken für die Eurozone durch. Die zweite beigefügte Abbildung zeigt das bekannte Muster der Überschussreserven einschließlich deposit facility: Bis 2008-III sind die Überschussreserven gleich Null, wie im Lehrbuch. Ende 2008 steigen sie, sinken dann bis 2011. Hernach kommt LTRO, das dann ausläuft. Im März 2015 beginnt dann QE, Ende offen.

a) Sie argumentieren mit Friedman und Schwarz, QE sei geldpolitisch eine gute Sache. Wie machen Sie das empirisch fest? Welche heilsamen Wirkungen hatte denn die Achterbahnfahrt der Überschussreserven, die zwischen 5 und 32 Prozent des Eurozonen-BIP schwankten?

Wenn Sie meine früheren Mails noch einmal lesen, werden Sie feststellen, dass ich nicht durchweg QE befürworte. Meine Kritik an Ihrer Einschätzung, die Geldpolitik sei „hyperexpansiv“ war und ist unabhängig von der Frage, ob man die Geldpolitik gut findet oder nicht, und betrifft die Tatsache, dass Sie bei der Beurteilung der Geldpolitik die Entwicklung des Umfelds völlig ausblenden.

Was meine eigene Wertung angeht, habe ich deutlich gemacht, dass ich den LTRO von 2011/12 für gut halte, gegenüber dem jetzigen QE dagegen deutliche Vorbehalte habe. Der LTRO von 2011/12 diente dazu, eine erneute Finanzkrise zu beenden bevor sie Dimensionen wie 2008 annahm. Das heutige QE dagegen erfolgt m.E. ohne angemessenes Verständnis der Ursachen der makroökonomischen Probleme. Insofern die Probleme ihre Ursachen in einer Überschuldung von Haushalten, Unternehmen und Staaten und/oder in einer Schwäche der Finanzinstitute haben, ist das heutige QE gefährlich, denn (i) es senkt die Fähigkeit des Finanzsektors, Gewinne zu erwirtschaften und neues Eigenkapital aufzubauen, und (ii) die neuen Kredite, wenn sie denn getätigt werden, tragen nicht dazu bei, das Problem der Überschuldung zu lösen. Ich hatte das vor einer Woche im Detail diskutiert und bin insofern etwas erstaunt, dass Sie mir jetzt eine pauschale Befürwortung von QE zuschreiben.

b) Ich argumentiere, QE sei geldpolitisch wirkungslos, weil die Erzeugung von noch mehr Schlupf in einer Nebenbedingung, die ohnehin Schlupf hat, nichts bringt. Fiskalpolitisch ist QE aber enorm wichtig, weil Draghi inzwischen für knapp 1 Bio. Euro jährlich Bonds kauft und damit weit mehr, als Renzi & Co. emittieren.

Ihre empirischen Aussagen zur Kausalität leiden nach wie vor daran, dass Sie sich nicht mit der Identifikationsproblematik befassen. Wenn eine Politikinstanz eingreift, um eine endogene Größe zu stabilisieren, ist ihre Politik selbst endogen durch die ihr zur Verfügung stehende Information bestimmt. Je besser diese Information ist und je wirkungsvoller die Politik ist, desto wirkungsloser wird sie erscheinen. Bei perfekter Stabilisierung beobachten wir eine Politik, die etlichen Schwankungen unterliegt, während die zu stabilisierende Größe sich nicht bewegt. Nachzulesen in dem von mir neulich genannten Artikel von Blinder und Goldfeld im AER Mitte der siebziger Jahre. (Damals ging es um die Interpretation der Friedman-Meiselman – Regressionen.)

Im gegebenen Kontext argumentieren Sie, dass LTRO nichts gebracht hat, und blenden dabei die Krise des zweiten Halbjahrs 2011 aus. Ich behaupte, dass LTRO diese Krise beendet und dadurch stabilisierend gewirkt hat.

Um es noch einmal zu wiederholen: Wenn Sie über Kausalität reden, müssen die Endogenität modellieren und Instrumente finden, die Ihnen die Möglichkeit zur Identifikation bieten. Im konkreten Fall der LTRO bietet die Entwicklung des Finanzsektors

2011 und 2012 die entsprechende zusätzliche Information. Warum gehen Sie darauf nicht ein?

In der Normalsituation $M1 = m H$ mag ich mich durchaus mit inflation targeting anfreunden. In der Sondersituation $M1 < m H$ geht es nicht um diese normative Frage. Entscheidend ist vielmehr, daß die EZB ein wie immer definiertes Ziel nicht erreichen kann. In Japan liegen die Dinge seit mittlerweile 25 Jahren ähnlich. Das einzige, was die EZB tatsächlich schafft, ist ein gigantischer Bailout Latein-Europas.

Mit anderen Worten: Sie behaupten, dass das vom Gesetzgeber der EZB gegebene Mandat nicht erfüllbar ist und die EZB sich deshalb nicht darum kümmern sollte. Ihre Charakterisierung der EZB-Politik als „hyper-expansiv“ hat demnach nichts mit dem Mandat der Preisstabilität zu tun, sondern nur mit dem Anliegen, Bailouts zu vermeiden.

3. Meine Kritik an der These, dass M1 bis M3 durch Kreditvergabe geschaffen werden

Den Zahlen nach rührt die Musik der Überschussreserven keineswegs von Änderungen der Bargeldhaltung her, sondern von der Expansion der Geldbasis.

Wenn Sie meine Kritik noch einmal ansehen, werden Sie feststellen, dass ich das Thema Bargeldhaltung nur in Bezug auf 1929-33 und in Bezug auf Griechenland genannt habe. In diese beiden Kontexten spielten Änderungen der Bargeldmultiplikatoren eine wichtige Rolle.

Wenn man einen theoretischen Rahmen für die Diskussion entwickelt, sollte dieser nicht nur in einer bestimmten Situation anwendbar sein, sondern allgemein. Die These, Einlagen würden nur durch Kreditvergabe geschaffen ist in der Allgemeinheit, in der Sie oder Thomas Mayer oder die Leute der Bank of England sie formulieren, falsch. Und die damit verbundene These, die Thomas Mayer in seiner Kritik unseres Buches formuliert hat, Einlagen seien nicht als Finanzierungsinstrumente der Banken zu betrachten, da die Banken Einlagen selbst schaffen könnten, ist ebenfalls falsch. Auch wenn die Vergabe eines Kredits formal mit der Schaffung einer Einlage einhergeht, bleibt für die einzelne Bank das Problem, im Zeitverlauf immer wieder die Finanzierung der Bestandsgröße ausstehende Kredite sicherzustellen, und dazu trägt der Bestand an Einlagen bei; die Vorstellung, dass die Bank etwaige Einlagenabzüge immer durch Kredite anderer Banken kompensieren kann, ist falsch, wie wir 2007 ff und 2011 gesehen haben.

Reserven versus Überschussreserven

1. Die Zentralbank hat die Kontrolle über ihre eigene Bilanz und damit über die Geldbasis.

Hierzu habe ich in meiner letzten Mail ausführlich Stellung genommen: It takes two to tango. Die Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank ergeben sich aus den Entscheidungen beider. Um über die Bestimmung dieser Größe vernünftige reden zu können, brauchen wir ein Modell der Koordination, in dem genau spezifiziert wird, was exogen ist und was endogen. Wenn die Zentralbank z.B. einen Einlagenzinssatz festlegt, wird die Bilanzgröße Einlagen der Geschäftsbanken durch das Verhalten der Geschäftsbanken bestimmt.

Ich hätte es begrüßt, wenn Sie auf diesen Abschnitt meiner früheren Mail eingegangen wären.

2. Die Gesamtreserven der Banken sind für diese exogen. Daß Banken ihre Reserven abbauen können, indem sie Kredite vergeben, gehört zu den traurigsten Mißverständnissen unseres Geldsystems, auch wenn es in der Fachpresse wieder und wieder zu lesen ist: Wenn der Kreditnehmer den Betrag überweist, sinkt zwar die Reserve der kreditgewährenden Bank, aber es steigt die Reserve der Empfängerbank. Die Gesamtreserven bleiben gleich.

Die Gültigkeit des ersten Satzes hängt davon ab, ob die Zentralbank die Einlagenmenge oder die Einlagenzinssätze steuert.

Die Gültigkeit der ersten Satzes hängt auch davon ab, wie sich die Einlagenkunden verhalten. Ein Run der Einlagenkunden auf die Geschäftsbanken senkt die Gesamtreserven der Geschäftsbanken, sofern nicht die Zentralbank zusätzliche Mittel bereitstellt.

3. Die Überschußreserven der Banken sind für diese im Normalfall endogen. Sie können zwar nicht ihre aggregierten Reserven abbauen, wohl aber die aggregierten Überschußreserven, indem sie Kredite vergeben und damit die Mindestreserve erhöhen.

Ich stimme dieser Aussage zu, halte sie aber insofern für unzureichend, als einfach auf die Unterscheidung Mindestreserven-Überschussreserven abgestellt wird und die Möglichkeit der freiwilligen Haltung von Reserven beiseite geschoben wird.

In diesem Zusammenhang ist der Hinweis von Interesse, dass es in den USA eine Diskussion darüber gibt, ob der Kollaps der Geldmärkte im September 2008 durch den Run auf die Geldmarktfonds verursacht wurde oder durch die Einführung von Zinsen auf Guthaben der Geschäftsbanken bei der Zentralbank.

4. Im Sonderfall $M1 < m H$, also in Gegenwart eines Kreditlimits, können die Banken aber auch ihre aggregierten Überschußreserven nicht abbauen. Dies ist derzeit der Fall.

Diesen Satz verstehe ich nicht. Wir reden darüber, was Banken können oder nicht können, nicht darüber, was sie wollen oder nicht wollen. Insofern ist mir die Rolle der Worte „in Gegenwart eines Kreditlimits“ nicht klar. In den bisherigen Diskussionen war „Kreditrationierung“ etwas, das die Banken den potentiellen Kreditnehmern aufoktroierten. Nach dieser Logik müssten Banken daher ohne weiteres in der Lage sein, durch Vergabe zusätzlicher Kredite zusätzliche Einlagen zu schaffen, $M1$ zu erhöhen und die Überschussreserven zu senken, wenn sie es denn wollten.

7. Crowding Out, C+I+G, gesamtwirtschaftliche Nachfrage, dynamische Effizienz und die Diskussion mit Christian von Weizsäcker

Ganz im Gegenteil ging es in der Diskussion zwischen Carl-Christian von Weizsäcker und mir immer um die Wirkung der Staatsausgaben auf C+I+G und damit um die Frage, ob der Staat die gesamtwirtschaftliche Nachfrage wie ein deus ex machina zu steigern vermag. Das klappt nur in Partialmodellen oder Modellen ohne Budgetbeschränkungen problemlos.

Diese Diskussion hat vor 3 Jahren begonnen mit der Frage, ob C+I+G so klein ist, daß ein Unterbeschäftigungsgleichgewicht besteht. Empirisch würde dies Dauer-Deflation implizieren. Nach einem hiervon unabhängigen Argument, das ich vor zwei Jahren eingeführt habe und das Sie als Ihren Einwand betrachten, machen Staatsschulden per gesamtwirtschaftlicher Budgetbeschränkung außerdem Immobilienpreise und Bankbilanzen kaputt und verschärfen damit das Problem, das die Staatsverschuldung lösen soll.

Die Diskussion begann mit Christian von Weizäckers Überlegungen zum Thema „Dauer der Wartezeit“ zwischen durchschnittlichem Lebensalter in der Rente und durchschnittlichem Lebensalter in der Arbeit, seinen daraus abgeleiteten Rechnungen zur Vermögensnachfrage (Bestandsgröße) versus Wert des Realkapitals (Bestandsgröße) und dem vermuteten Gleichgewichtsrealzins in eine Welt ohne Papierassets. Ihr Einwand dagegen: In einer Welt mit Land kann es nicht auf Dauer einen Überschuss der Nachfrage nach Wertaufbewahrungsmitteln über die verfügbaren Vermögenswerte geben. Im übrigen legten die verfügbaren Informationen über WACC nahe, dass die Realkapitalproduktivität größer als die Wachstumsrate sei, mithin von Weizäckers Vermutung der dynamischen Ineffizienz (des eigentlichen Grundes für die Fordeurng nach Papierassets) nicht zutreffe.

In dieser Diskussion kam C+I+G nicht vor. Die Möglichkeit einer Insuffizienz der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ist erst neuerdings in die Diskussion gekommen, in meinem Verständnis, weil Christian von Weizäckers Diagnose eines negativen Gleichgewichtswerts des Realzinses die Frage aufwirft, in welcher Form sich das bei Null Inflation und Null Nominalzinsen bestehende Ungleichgewicht äußert.

Auf diese Frage habe ich aber nicht abgestellt, sondern auf die in Ihren verschiedenen ablehnenden Verweisen zu Diamond (1965) enthaltenen Aussagen, in einer Welt mit Land könnten wir keine dynamische Ineffizienzen haben, und eine Ausgabe von Staatsschulden bewirke eine ineffiziente Verdrängung von Realkapital.

Dieses Verdrängungsargument trifft allerdings nicht zu, wenn die Ausgabe von Staatsschulden zu Lasten der Immobilien geht. Da sehe ich eine Lücke in Ihrer Widerlegung Christian von Weizsäckers.

Ihre Bemerkung, in diesem Fall „machen Staatsschulden qua gesamtwirtschaftliche Budgetbeschränkung Immobilienpreise und Bankbilanzen kaputt“, verstehe ich nicht. Wenn ich ein DSGE mit einer Verallgemeinerung Ihrer Modells von 1991 untersuche, in dem eine Unsicherheit über Realkapitalerträge bewirkt, dass Immobilien und Realkapital keine vollkommenen Substitute sind, und im übrigen Banken eine echte Funktion haben, warum sollte eine Staatsschuldenpolitik Immobilienpreise und Bankbilanzen kaputt machen?

8. Wenn Ihre Vorstellung zu Investitionen dahin geht, dass es immer beliebig viele Projekte gibt und eine Beschränkung der Investitionen nur über Kreditrationierung kommt, dann kann ich verstehen, warum Sie von Weizsäckers Vorstellung einer Knappheit an realen Assets relativ zur Nachfrage nach Vermögenswerten ablehnen. Dann gründet sich diese Ablehnung aber schon auf diese Grundannahme.

Das ist definitiv nicht meine Vorstellung. CCvW und ich sind uns vielmehr vollkommen einig, daß Investitionsmöglichkeiten begrenzt sind. Formal drücke ich das meist durch eine Inada-Bruttoproduktionsfunktion mit Vollabschreibung aus. Der Nettogrenzertrag geht gegen -100%.

Der vorstehende Satz steht im Widerspruch zu dem nachfolgenden Abschnitt aus unserem vorhergehenden Austausch.

Oder sollte ich unterstellen, dass die Unternehmen bereit sind, alle Investitionen durchzuführen, die sie finanzieren können, und die Höhe ihrer Investitionen sich nur aus der Kreditrationierung ergibt?

Genau das letzte meine ich. Investitionsmöglichkeiten sind immer unbegrenzt, erst recht was Land und Gebäude angeht. Die tatsächlichen Investitionen werden begrenzt durch a) Kreditkosten oder b) Kreditverfügbarkeit.

Lenkungsfunktion von WACC

Hier stimmen wir überein. In einem Mikromodell würde man heterogene Kreditlimits annehmen. Ein Makromodell muß man so interpretieren, daß der Grenz-Kreditnachfrager rationiert ist. Bei beliebig vielen alten und schuldenfreien Immobilienbesitzern wird der Marktpreis durch junge eigenkapitalschwache Käufer bestimmt, deshalb hängt Kreditrationierung nicht vom durchschnittlichen Leverage ab.

Um so besser. Dann muss man aber der in meiner Mail von letzten Wochenende ausgearbeiteten Möglichkeit Rechnung tragen, dass die von den Unternehmen verwandten Werte für WACC die Verzerrungen durch Schuldenüberhangeffekte widerspiegeln und insofern gegenüber den tatsächlichen Kapitalkosten überhöht sind.

9. Mir fehlt immer noch eine Auseinandersetzung mit der empirischen Beobachtung, dass in Deutschland in den letzten Jahren Kreditbeschränkungen deutlich zurückgegangen sind. Deutschland ist das einzige Land der Eurozone, in dem die realen Hauspreise seit Jahren stetig steigen und heute deutlich über Vorkrisenniveau liegen. In der Peripherie und ebenso in der aggregierten Eurozone geht es hingegen abwärts. Das paßt schon.

Aber, wie Sie auch schon schrieben, Deutschland ist das Land, bei dem die Empirie aus Ihrer Sicht paradox ist. Wir können die Befassung mit diesem Paradoxon nicht einfach beiseite schieben, in dem wir darauf verweisen, dass wir die Entwicklung in den Peripherie verstehen.

Ende Attachment

Lieber Herr Hellwig,

allmählich haben wir die meisten Streitpunkt ja abgeräumt, so oder so. Anbei übersende ich Ihnen noch Restanten zu Ihrer letzten Email.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Homburg an Hellwig

Ihre empirischen Aussagen zur Kausalität leiden nach wie vor daran, dass Sie sich nicht mit der Identifikationsproblematik befassen. Wenn eine Politikinstanz eingreift, um eine endogene Größe zu stabilisieren, ist ihre Politik selbst endogen durch die ihr zur Verfügung stehende Information bestimmt.

Hier liegt unser Hauptgegensatz: Wenn die Zentralbank (Finanzmärkte stabilisieren will, Zinsen stabilisieren will, den Staats- und Regierungschefs gefallen will ...) dann ist die Geldbasis endogen. Dies alles sind aber willentliche Entscheidungen der Zentralbank, die nichts an meiner Behauptung ändern, daß die Zentralbank die Geldbasis kontrolliert.

Ich lehne eine endogene Geldbasis methodisch ab, weil sie normative Theoriebildung verunmöglicht. In der Steuerlehre untersucht man, welche exogenen Steuersätze welche Wirkungen haben; hier lautet die entsprechende Frage, welche monetären Wirkungen die Geldbasis hat.

Im gegebenen Kontext argumentieren Sie, dass LTRO nichts gebracht hat, und blenden dabei die Krise des zweiten Halbjahrs 2011 aus. Ich behaupte, dass LTRO diese Krise beendet und dadurch stabilisierend gewirkt hat.

Einverstanden. „Nichts gebracht“ bezog sich auf das Inflationsziel. Bailouts hat es gebracht.

Um es noch einmal zu wiederholen: Wenn Sie über Kausalität reden, müssen die Endogenität modellieren und Instrumente finden, die Ihnen die Möglichkeit zur Identifikation bieten. Im konkreten Fall der LTRO bietet die Entwicklung des Finanzsektors 2011 und 2012 die entsprechende zusätzliche Information. Warum gehen Sie darauf nicht ein?

Um es zu wiederholen: Weil ich endogene Politikvariablen ablehne, die im übrigen eine spezielle Marotte der Geldtheorie sind. Mit endogener Politik kann man alles und jedes beweisen, und es fehlt jeder normative Maßstab. Das ist ja auch der Hauptgrund, warum diese Disziplin so schlecht vom Fleck kommt. Wenn Wettbewerbstheorie und Steuertheorie ihre eigenen Instrumente als endogen modellieren würden, wären sie ähnlich retardiert wie die monetäre Makrotheorie.

Mit anderen Worten: Sie behaupten, dass das vom Gesetzgeber der EZB gegebene Mandat nicht erfüllbar ist und die EZB sich deshalb nicht darum kümmern sollte. Ihre Charakterisierung der EZB-Politik als „hyper-expansiv“ hat demnach nichts mit dem Mandat der Preisstabilität zu tun, sondern nur mit dem Anliegen, Bailouts zu vermeiden. Genau.

4. Im Sonderfall $M1 < m H$, also in Gegenwart eines Kreditlimits, können die Banken aber auch ihre aggregierten Überschußreserven nicht abbauen. Dies ist derzeit der Fall.

Diesen Satz verstehe ich nicht. Wir reden darüber, was Banken können oder nicht können, nicht darüber, was sie wollen oder nicht wollen. Insofern ist mir die Rolle der Worte „in Gegenwart eines Kreditlimits“ nicht klar. In den bisherigen Diskussionen war „Kreditrationierung“ etwas, das die Banken den potentiellen Kreditnehmern aufoktroierten. Nach dieser Logik müssten Banken daher ohne weiteres in der Lage sein, durch Vergabe zusätzlicher Kredite zusätzliche Einlagen zu schaffen, M1 zu erhöhen und die Überschussreserven zu senken, wenn sie es denn wollten.

Einerseits unterliegen die Banken starken Regulierungszwängen und können Kreditlimits nicht beliebig wählen. Aber auch abgesehen von der Regulierung werden sie kein Harakiri begehen. Daher stimme ich Ihrer Aussage, Kreditlimits seien von den Banken frei wählbar, nicht zu.

Auf diese Frage habe ich aber nicht abgestellt, sondern auf die in Ihren verschiedenen ablehnenden Verweisen zu Diamond (1965) enthaltenen Aussagen, in einer Welt mit Land könnten wir keine dynamische Ineffizienzen haben, und eine Ausgabe von Staatsschulden bewirke eine ineffiziente Verdrängung von Realkapital.

Dieses Verdrängungsargument trifft allerdings nicht zu, wenn die Ausgabe von Staatsschulden zu Lasten der Immobilien geht. Da sehe ich eine Lücke in Ihrer Widerlegung Christian von Weizsäckers.

Bei Existenz von Land gilt $F'(K) > g$, wie in meinem Aufsatz entwickelt. Der Beweis hängt in keiner Weise davon ab, inwieweit Staatsschulden Investition oder Konsum verdrängen, dieser Punkt ist einfach irrelevant. In Homburg (1992, S. 83-87) habe ich sogar ein Modell analysiert, in dem Staatsschulden ausschließlich Konsum verdrängen, weil Kapital per Annahme ausgeschlossen ist. Die Bedingung für dynamische Effizienz, die in diesem Fall $MRS > g$ lautet, wie bei Balasko-Shell, gilt auch dann. Deshalb besteht hier keine Argumentationslücke.

Ihre Bemerkung, in diesem Fall „machen Staatsschulden qua gesamtwirtschaftlicher Budgetbeschränkung Immobilienpreise und Bankbilanzen kaputt“, verstehe ich nicht. Wenn ich ein DSGE mit einer Verallgemeinerung Ihrer Modells von 1991 untersuche, in dem eine Unsicherheit über Realkapitalerträge bewirkt, dass Immobilien und Realkapital keine vollkommenen Substitute sind, und im übrigen Banken eine echte Funktion haben, warum sollte eine Staatsschuldenpolitik Immobilienpreise und Bankbilanzen kaputt machen?

Die gesamtwirtschaftliche Beschränkung $S = K + G + qL$ mit Ersparnis S , Investition K , Staatsschuld G und Landwert qL legt nahe, daß eine Zunahme von G bei zunächst gegebenem S entweder K oder qL oder beide mindert. Wenn qL sinkt, das als Sicherheit für bestehende Kredite gilt, werden diese notleidend. Ob das unter den von Ihnen genannten Modellerweiterungen gilt, kann ich nicht sagen, vermute es aber.

8. Wenn Ihre Vorstellung zu Investitionen dahin geht, dass es immer beliebig viele Projekte gibt und eine Beschränkung der Investitionen nur über Kreditrationierung kommt, dann kann ich verstehen, warum Sie von Weizsäckers Vorstellung einer Knappheit an realen Assets relativ zur Nachfrage nach Vermögenswerten ablehnen. Dann gründet sich diese Ablehnung aber schon auf diese Grundannahme.

Das ist definitiv nicht meine Vorstellung. CCvW und ich sind uns vielmehr vollkommen einig, daß Investitionsmöglichkeiten begrenzt sind. Formal drücke ich das meist durch eine Inada- Bruttoproduktionsfunktion mit Vollabschreibung aus. Der Nettogrenzertrag geht gegen -100%.

Der vorstehende Satz steht im Widerspruch zu dem nachfolgenden Abschnitt aus unserem vorhergehenden Austausch: Oder sollte ich unterstellen, dass die Unternehmen bereit sind, alle Investitionen durchzuführen, die sie finanzieren können, und die Höhe ihrer Investitionen sich nur aus der Kreditrationierung ergibt? Genau das letzte meine ich.

Investitionsmöglichkeiten sind immer unbegrenzt, erst recht was Land und Gebäude angeht. Die tatsächlichen Investitionen werden begrenzt durch a) Kreditkosten oder b) Kreditverfügbarkeit.

Das erste Zitat stellt auf rentable Investitionen ab, das zweite auf technisch mögliche. Wie schon erklärt, ist dies als Inada-Bruttoproduktionsfunktion mit Vollabschreibung modelliert: K kann unbegrenzt wachsen, die Nettogrenzproduktivität wird bald negativ. Es besteht keinerlei Widerspruch.

Lenkungsfunktion von WACC

Hier stimmen wir überein. In einem Mikromodell würde man heterogene Kreditlimits annehmen. Ein Makromodell muß man so interpretieren, daß der Grenz-Kreditnachfrager rationiert ist. Bei beliebig vielen alten und schuldenfreien Immobilienbesitzern wird

der Marktpreis durch junge eigenkapitalschwache Käufer bestimmt, deshalb hängt Kreditrationierung nicht vom durchschnittlichen Leverage ab.

Um so besser. Dann muss man aber der in meiner Mail von letzten Wochenende ausgearbeiteten Möglichkeit Rechnung tragen, dass die von den Unternehmen verwandten Werte für WACC die Verzerrungen durch Schuldenüberhangeffekte widerspiegeln und insofern gegenüber den tatsächlichen Kapitalkosten überhöht sind.

Einverständnis. Und nochmal: Hinsichtlich der dynamischen Effizienz kommt es nur auf die Grenzproduktivität des Kapitals an, nicht auf die Kapitalkosten.

28.5.16

Lieber Herr Homburg, lieber Herr Hellwig!

Eine interessante Unterhaltung zwischen zwei (oder waren es zwischenzeitlich einmal vier oder sogar fünf?) Kollegen, vielen Dank! Da war viel Interessantes und Bedenkenswertes dabei. Wunderschön, daß nun alle Streitpunkte zwischen Ihnen beiden abgeräumt sind. Jetzt können wir ja 'mal ein anderes Paar Kollegen aus den 104 Adressaten ausprobieren: da gibt es noch so etwa 5355 Möglichkeiten.

Mehr im Ernst: ich war mir nie sicher, wie das alles gemeint war, Beteiligungen anderer schienen nicht besonders erwünscht. So wurde es ein bisschen eine Hellwig-Homburg-Weizsäcker Show, mit gelegentlichen Einblendungen von anderen. Auch ok. Aber ich hoffe, die Beteiligten verzeihen, wenn man dann doch häufiger dem Anreiz nicht widerstehen konnten, sich zwischenzeitlich ein Bier zu holen.

Viel Erfolg also weiterhin damit!

Mit freundlichen Grüßen,

Harald Uhlig

Lieber Herr Homburg, lieber Martin – ich habe nicht den Eindruck, dass Ihr Euch schon auf die meisten Punkte geeinigt habt. Hier will ich nur zwei Fragen stellen:

1. Ich verstehe nicht Ihre Ablehnung von Modellen, in denen die Politikparameter endogen sind. Oder ich habe da etwas gründlich missverstanden. Man muss doch zwischen Instrumenten der Politik und Zielen der Politik unterscheiden. Der Einsatz von Instrumenten muss doch endogen resultieren aus der jeweils akuten Situation, wenn man bestimmte festliegende Ziele verfolgt. Wenn mein Ziel ist, per PKW von A nach B zu kommen, dann ist meine Handhabung des Steuerrads und der Fußbremse endogen davon abhängig, was gerade auf der Straße los ist. Wenn die Zentralbank das Ziel der Preisstabilität und der volkswirtschaftlichen Liquiditätsversorgung hat, dann hängt der Wert ihrer Instrumente (Beispiel Zentralbankzinsen) davon ab, wie das gesamtwirtschaftliche Umfeld aussieht. – Diese

Frage hängt meinerseits mit dem zusammen, was Martin Hellwig geschrieben hat: man hat möglicherweise ein Identifikationsproblem bei der empirischen Kausalanalyse.

2. Zur Rolle des Bodens (Land) als Anlagemöglichkeit: ich leugne ja nicht, dass man künftige Ricardosche Bodenrenten kapitalisieren kann. Die empirische Frage ist: wie viel bringt das relativ zu dem Überhang des Sparwillens über Realkapital, das einen nichtnegativen Grenzertrag abwirft? Hierzu habe ich ausführlich schon 2011 im MPI-Discussion Paper (dieser Teil auch veröffentlicht 2014 in der German Economic Review) und in meinem PWP-Paper 2015 Stellung genommen. Dazu gibt es von Ihnen, Homburg, bis heute keine Replik. Ihre frühere Antwort, die Sie gestern auch in unserem Meeting in Düsseldorf wiederholt haben, ist keine auf meine Argumente in den genannten Publikationen. Sie sagen – mit Recht – andere Geldanlagen sind auch und vielleicht sogar noch stärker risikobehaftet. Aber das beweist überhaupt nicht Ihre Aussage, dass der Landpreis gegen Unendlich konvergiert, wenn der Zins von oben gegen die Wachstumsrate konvergiert. Faktisch gibt es genau genommen überhaupt keine absolut sichere Anlagen. Auch wenn die Menschen aus Angst vor Inflation gerne Immobilien kaufen (Flucht in die Sachwerte), gehen die Preise der Immobilien nie gegen Unendlich, wenn der hypothetische risikofreie Zins immer weiter sinkt. Daher wäre ich dankbar, wenn Sie auf meine früheren Argumente bezüglich der Bremsen von Bodenpreissteigerungen eingingen. Ich rufe diese Argumente stichwortartig in Erinnerung: idiosynkratisches Wertrisiko der einzelnen Parzelle; Schwierigkeit und Transaktionskosten einer Diversifizierung des Bodeneigentums (Principal-Agent-Problem); Enteignungsrisiko gerade bei Boden, der nicht ins Ausland fliehen kann; Besteuerungsrisiko gerade bei innerstädtischem Boden und seiner Lagerrente (Stiglitz Proposal der Finanzierung lokaler öffentlicher Güter); Eingriffe in die Vertragsfreiheit zulasten des Vermieters und Verpächters (s. gerade die jüngsten Maßnahmen zur Dämpfung des Mietenanstiegs; siehe die Schwierigkeiten, Mieter, die nicht bezahlen, wieder los zu werden; ein Grund, weshalb in Lateineuropa der Wohnungsmietenmarkt überhaupt nicht mehr funktioniert; daher das hohe Vermögen des Median-Bürgers in jenen Ländern, da er Hausbesitzer werden muss. Dieses Versagen des Mietwohnungsmarktes führt zusätzlich natürlich noch zu einer höheren privaten Sparquote). Grundsätzlich: Lesen Sie North, Wallis, Weingast, Violence and Social Order 2009.

Beste Grüße

CCvW

Lieber Herr Uhlig,

die Emails laufen völlig spontan und ohne Absprachen. Wenn der Eindruck entstanden wäre, die Beteiligung anderer sei nicht erwünscht, wäre das ganz fatal. Im Laufe der 3 Jahre haben, wie ich glaube, mehrere Dutzend Teilnehmer etwas beigesteuert.

Ich denke, daß gerade US-Beiträge hier sehr genau gelesen werden, weil eine andere Perspektive dahintersteckt. Also machen Sie ruhig ein neues Faß rund um Niedrigzinsen, Eurokrise und Geldpolitik auf!

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

29.5.16

Lieber Herr von Weizsäcker,

hier meine Antworten:

Am 28.05.2016 um 18:50 schrieb Christian von Weizsäcker:

Lieber Herr Homburg, lieber Martin – ich habe nicht den Eindruck, dass Ihr Euch schon auf die meisten Punkte geeinigt habt. Hier will ich nur zwei Fragen stellen:

1. Ich verstehe nicht Ihre Ablehnung von Modellen, in denen die Politikparameter endogen sind. Oder ich habe da etwas gründlich missverstanden. Man muss doch zwischen Instrumenten der Politik und Zielen der Politik unterscheiden. Der Einsatz von Instrumenten muss doch endogen resultieren aus der jeweils akuten Situation, wenn man bestimmte festliegende Ziele verfolgt. Wenn mein Ziel ist, per PKW von A nach B zu kommen, dann ist meine Handhabung des Steuerrads und der Fußbremse endogen davon abhängig, was gerade auf der Straße los ist. Wenn die Zentralbank das Ziel der Preisstabilität und der volkswirtschaftlichen Liquiditätsversorgung hat, dann hängt der Wert ihrer Instrumente (Beispiel Zentralbankzinsen) davon ab, wie das gesamtwirtschaftliche Umfeld aussieht. – Diese Frage hängt meinerseits mit dem zusammen, was Martin Hellwig geschrieben hat: man hat möglicherweise ein Identifikationsproblem bei der empirischen Kausalanalyse.

Ich folge Ihrer Unterscheidungen von Instrumenten und Zielen. In der Steuertheorie ist der Steuersatz exogenes Instrument. Das Steueraufkommen ist endogenes Ziel. In der monetären Theorie ist die Geldbasis exogenes Instrument. Zinsen, Preise, Bailouts sind endogene Ziele. Beim Autofahrer ist das Lenkrad exogenes Instrument und der Kurs des Fahrzeugs endogenes Ziel. In allen drei Fällen untersucht die Kausalanalyse die Wirkungen des jeweiligen Instruments auf das Ziele hat. Wenn man das Instrument selbst zur endogenen Variablen erklärt, wird diese Kausalanalyse verunmöglicht; man kann dann nicht mehr nachdem Instrument "ableiten".

2. Zur Rolle des Bodens (Land) als Anlagemöglichkeit: ich leugne ja nicht, dass man künftige Ricardosche Bodenrenten kapitalisieren kann. Die empirische Frage ist: wie viel bringt das relativ zu dem Überhang des Sparwillens über Realkapital, das einen nichtnegativen Grenzertrag abwirft? Hierzu habe ich ausführlich schon 2011 im MPI-Discussion Paper (dieser Teil auch veröffentlicht 2014 in der German Economic Review) und in meinem PWP-Paper 2015 Stellung genommen. Dazu gibt es von Ihnen, Homburg, bis heute keine Replik. Ihre frühere Antwort, die Sie gestern auch in unserem Meeting in Düsseldorf wiederholt haben, ist keine auf meine Argumente in den genannten Publikationen. Sie sagen – mit Recht – andere Geldanlagen sind auch und vielleicht sogar noch stärker risikobehaftet. Aber das beweist überhaupt nicht Ihre Aussage, dass der Landpreis gegen Unendlich konvergiert, wenn der Zins von oben gegen die Wachstumsrate konvergiert. Faktisch gibt es genau genommen überhaupt keine absolut sichere Anlagen. Auch wenn die Menschen aus Angst vor Inflation gerne Immobilien kaufen (Flucht in die Sachwerte), gehen die Preise der Immobilien nie gegen Unendlich, wenn der hypothetische risikofreie Zins immer weiter sinkt. Daher wäre ich dankbar, wenn Sie auf meine früheren Argumente bezüglich der Bremsen von Bodenpreissteigerungen eingingen. Ich rufe diese Argumente stichwortartig in Erinnerung: idiosynkratisches Wertrisiko der einzelnen Parzelle; Schwierigkeit und Transaktionskosten einer Diversifizierung des Bodeneigentums (Principal-Agent-Problem); Enteignungsrisiko gerade bei Boden, der nicht ins Ausland fliehen kann; Besteuerungsrisiko gerade bei innerstädtischem Boden und seiner Lagerente (Stiglitz Proposal der Finanzierung lokaler öffentlicher Güter); Eingriffe in die Vertragsfreiheit zulasten des Vermieters und Verpächters (s. gerade die jüngsten Maßnahmen zur Dämpfung des Mietenanstiegs; siehe die Schwierigkeiten, Mieter, die nicht bezahlen, wieder los zu werden; ein Grund, weshalb in Lateineuropa der Wohnungsmietenmarkt überhaupt nicht mehr funktioniert; daher das hohe Vermögen des Median-Bürgers in jenen Ländern, da er Hausbesitzer werden muss.

Dieses Versagen des Mietwohnungsmarktes führt zusätzlich natürlich noch zu einer höheren privaten Sparquote). Grundsätzlich: Lesen Sie North, Wallis, Weingast, Violence and Social Order 2009.

Land kann enteignet werden. Die aufstehenden Gebäude in gleichem Maße, weil Eigentum am Land und an den Gebäuden miteinander verbunden sind. Da besteht also kein Unterschied. Staatsanleihen und Geld können noch einfacher enteignet werden. Ich erkenne deshalb keine Relevanz des Enteignungsarguments für unsere Diskussion. Die meisten Menschen sehen keine universellen Enteignungsgefahren. Andernfalls würden sie ihre Ersparnis reduzieren.

Der uns trennende Knackpunkt liegt nicht bei abstrakten Enteignungsgefahren, sondern darin, daß Sie ein vollständiges Marktsystem annehmen, in dem Realzins und Grenzproduktivität des Kapitals jederzeit übereinstimmen. Ich argumentiere mit incomplete contracts, weshalb der Realzins unterhalb der Grenzproduktivität liegen kann.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Liebe Kollegen, sehr geehrter Herr Losse –

Gaebe es eventuell die Moeglichkeit, uns „Amerikanern“, die wir hier im Tal der Ahnungslosen sitzen, ein PDF des Streitgespraechs ueber diese Emailliste zukommen zu lassen. Wuerde diesen Jahrhundertkampf ungern verpassen.

Danke und Herzliche Gruesse

Ruediger Bachmann

Lieber Herr Bachmann,

ich vermute, daß der Initiator Carl-Christian von Weizsäcker, dem wir diesen interessanten Austausch verdanken, auch die dritte Debattenrunde archiviert hat und uns zur Verfügung stellt.

Martin Hellwig erwähnte in einer seiner Emails den berühmten Fall von Stephen M. Goldfelds (1976) "missing money", also dem

Fehlschlag, eine stabile Geldnachfragefunktion zu schätzen. Dies erinnerte mich an ein VWL-Gedicht, das ich unten wiedergebe. Besonders das Finale ist sehr dramatisch. Die "Geldmengenregeln" waren in *academia* schon tot, bevor sie in der Praxis erprobt wurden.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

The "missing money": Zusammenfassung der damaligen Diskussion:

*Said Tobin, J., with sage advice,
"I'll solve the problem; I'll solve it nice.
Look at the cash that banks demand.
That corporate borrowers keep on hand."*

*"I seek it here, I seek it there;
That demand for money, it's just nowhere."*

*Said Wachter, M., "It's to be expected.
Like the Phillips curve, it's been deflected.
To be rational and not deranged
It is the question that must be changed."*

*"I seek it here, I seek it there;
That demand for money, it's just nowhere."*

*And Walter Salant, that bold gallant,
Proclaimed the solution as transparent.
"Your economy's closed, just like your mind,
You'd best go abroad to get out of your bind."*

*"I seek it here, I seek it there;
That demand for money, it's just nowhere."*

*Then R. J. Gordon displayed his stealth.
By suggesting it would be found in wealth.
"I know it's me that you'll be thanking
When you learn S&Ls are in branch banking."*

*And Edmund Phelps (who sometimes helps
With Golden Rules for saving fools)
Said, "If you will just let me talk,
I'll tell you „v“ takes a random walk."*

*William Poole kept his cool,
And then to save the money rule Said,*

*"If you really want to catch it.
Build exponential decay into your ratchet."*

*"I seek it here, I seek it there;
That demand for money, it's just nowhere."*

*Said Houthakker, Hank, "I'll just be frank,
The flow of funds is just a prank.
To find the answer, the correct decision
Is to wait until the next revision."*

*"I seek it here, I seek it there;
That demand for money, it's just nowhere."*

*His beard a-bristle, his face turned red,
Our author grimaced and then he said,*

*"There is nothing that you will find
That I've not tried when so inclined.
I did it all, at least that's to my credit,
I counted every single debit.
I tried every functional form
Even one that resembled a worm."*

*But the time has come to give up the chase,
To admit that it's a hopeless case.
Oh, Lord Radcliffe, tell me it's all idle chatter,
And that money really does not matter.*

Lieber Herr Homburg und lieber Herr Bachmann – sobald ich die Zeit dazu finde, werde ich die E-Mail-Diskussion der letzten Wochen aufbereiten und herumschicken. Bitte um etwas Geduld. Vielen Dank für das Gedicht. Vielleicht ist es mit dem Geld so wie mit dem Grinsen der Katze in Alice in Wonderland: die Katze verschwindet allmählich – und zuletzt ist nur noch ihr Grinsen zu sehen, aber nicht mehr die Katze.

Jetzt will ich aber noch Ihre Antworten auf meine beiden Fragen beantworten: Die erste Frage ging um „endogen vs exogen“. Hier Ihre Antwort

Ich folge Ihrer Unterscheidungen von Instrumenten und Zielen. In der Steuertheorie ist der Steuersatz exogenes Instrument. Das Steueraufkommen ist endogenes Ziel. In der monetären Theorie ist die Geldbasis exogenes Instrument. Zinsen, Preise, Bailouts sind endogene Ziele. Beim Autofahrer ist das Lenkrad exogenes Instrument und der Kurs des Fahrzeugs endogenes Ziel. In allen drei Fällen untersucht die Kausalanalyse die Wirkungen des jeweiligen Instruments auf das Ziele hat. Wenn man das Instrument selbst zur endogenen Variablen erklärt, wird diese Kausalanalyse verunmöglicht; man kann dann nicht mehr nachdem Instrument "ableiten".

Meine Reaktion: Definitionen sind Fragen der Zweckmäßigkeit. Ich verstehe jetzt Ihre Definition von exogen und endogen. Sie wollen die Resultate einer Politikmaßnahme schätzen und stipulieren daher einen Kausalzusammenhang zwischen dem Politikinstrument als Ursache und dem Ergebnis („Ziel“?) als Folge. So kann man vorgehen. Wenn ich mich dieser Definition anschließe, bleibt aber die Frage: was ist das Instrument? Bei den Steuern ist das heute relativ klar: die Steuertarife. Aber schon hier war es in früheren Zeiten anderes: wenn es keinen Rechtsstaat gab, gab der König dem Steuerpächter einen Geldbetrag vor, den er von ihm haben wollte. Dann waren die Steuertarife, die der Steuerpächter den Bürgern oktroyierte, eine endogene Variable, die von dem königlichen Geldbetrag abhing.

So aber auch bei der Zentralbankpolitik. Eine Zentralbank kann, wie Sie hier vorschlagen, die Geldmenge als Instrument einsetzen. Dann wird der Zins, zu dem sie Geld über ihre Offenmarktpolitik verleiht, zur endogenen Variablen. Oder sie kann, wie heute üblich, die Zentralbankzinssätze festlegen. Dann wird die Geldmenge (auch die Zentralbankgeldmenge) zur endogenen Variablen, die bei diesem Zentralbankzinssatz von der Geldnachfrage der Banken und Nichtbanken abhängt. Oder sie macht noch ganz andere Dinge, indem sie (QE) nicht nur den Zins am kurzen Ende festlegt, sondern darüber hinaus, Mengen von Anleihekäufen festlegt, mit dem Ziel, auch die Zinsstruktur noch zu beeinflussen. Jedenfalls ist in Ihrer Definition von exogen und endogen die Zentralbankgeldmenge heute nicht exogen, sondern endogen. Allenfalls sind die Zentralbankzinssätze exogen. Wenn ich Hellwig richtig verstanden habe, ist sein Gegenargument gegen Ihre Behauptung der fallacy of composition in diesem Fall verwandt mit dem, was ich hier gerade vorgetragen habe.

Nun zu meiner zweiten Frage: Hier haben Sie geantwortet: Land kann enteignet werden. Die aufstehenden Gebäude in gleichem Maße, weil Eigentum am Land und an den Gebäuden miteinander verbunden sind. Da besteht also kein Unterschied.

Staatsanleihen und Geld können noch einfacher enteignet werden. Ich erkenne deshalb keine Relevanz des Enteignungsarguments für unsere Diskussion. Die meisten Menschen sehen keine universellen Enteignungsgefahren. Andernfalls würden sie ihre Ersparnis reduzieren.

Der uns trennende Knackpunkt liegt nicht bei abstrakten Enteignungsgefahren, sondern darin, daß Sie ein vollständiges Marktsystem annehmen, in dem Realzins und Grenzproduktivität des Kapitals jederzeit übereinstimmen. Ich argumentiere mit incomplete contracts, weshalb der Realzins unterhalb der Grenzproduktivität liegen kann.

Meine Antwort: mich stellt Ihre Antwort betreffend Land überhaupt nicht zufrieden. Ich erinnere mich, dass Sie vor längerer Zeit schon einmal auf eine ähnliche Frage von mir ähnlich geantwortet haben. Darauf habe ich damals repliziert. Ehe ich das jetzt heraus suche, formuliere ich meine Replik nochmal neu. Alles kann enteignet werden; alles Eigentum kann direkt oder über seine Erträge besteuert werden. Da sind wir uns einig. Aber Ihnen als Finanzwissenschaftler und Steuerexperte brauche ich ja nicht zu sagen, dass das Thema Steuerüberwälzung von zentraler Bedeutung ist. Und da gibt es Riesenunterschiede zwischen der Besteuerung von Bodenrenten und der Besteuerung von Quasirenten von Realkapitalgütern. Wenn Immobilien besteuert werden, deren Wert keine Lagerrente enthält, dann steigen – langfristig – die Mieten, weil die Bautätigkeit zurück geht und daher einer gegebenen Nachfrage nach Wohnraum oder Büroraum weniger Angebot gegenüber besteht. Wenn aber Bodenknappheitsrenten mit besteuert werden, dann führt das steuerlich bedingte verringerte Angebot an Wohnungen und Büros nicht nur zu höheren Mieten, sondern auch zu einer geringeren Bodenknappheitsrente. Je preiselastischer die Mietnachfrage ist, desto höher ist der Prozentsatz der Immobiliensteuer, die zulasten der Bodenrente geht. Es ist doch eine alte Lehrbuchweisheit, dass die Besteuerung von Ricardoschen Bodenknappheitsrenten nur schwer oder gar nicht überwält werden kann.

Die anderen Besteuerungsobjekte, also in Baukosten gebundenes Realkapital, oder in Finanzanlagen gehaltenes Vermögen, will der Staat nicht allzu stark besteuern, weil diese Steuern letztlich leichter überwält werden können. Die Besteuerung von Boden kann nur schlecht oder gar nicht überwält werden. Daher kann der Staat hier unbedenklicher zugreifen. Der Staat kann zum Beispiel die Immobiliensteuer anheben und zugleich die Abschreibungsregeln für Neubauten günstiger machen, sodass das Immobilienangebot nicht zurück geht, also die Mieten nicht steigen, während zugleich die Bodenrente vor Steuern gleich bleibt und daher nach Steuern zurückgeht. Ich erinnere mich an einen Gedankenaustausch mit Clemens Fuest, in dem, wenn ich das richtig erinnere, er dafür plädierte, die Immobilien zugunsten der Gemeindefinanzen stärker zu besteuern und zugleich die Gewerbesteuer zu reduzieren. Das mag allokatiospolitisch und auch verteilungspolitisch doch sehr vernünftig sein. All solche „Gefahren“ lauern in der Zukunft. Und sie bedeuten schon für die Gegenwart, dass die kapitalisierten Bodenrenten nicht in den Himmel wachsen, sondern am Boden bleiben.

Zu Ihrer Bemerkung betr. universelle Enteignungsgefahren. Ich denke, wir können konstatieren, dass weite Kreise für ihr Alter zu wenig vorsorgen. Vielleicht kann uns Axel Börsch-Suppan dazu einiges mitteilen.

Uns trennen mindesten zwei logisch voneinander unabhängige Problemkomplexe: 1. Ihr Bodenargument gegen meine Behauptung eines negativen natürlichen Zinses. 2. Unsere unterschiedliche Sicht betr. die Wirkung von vermehrten deutschen Staatsschulden auf die privaten Investitionen in der Euro-Region. Natürlich hängen beide Problembereich zusammen. Wenn Sie bei 1) recht hätten, dann hätten Sie wahrscheinlich auch bei 2) recht. Wenn ich bei 1) recht habe, steigt zumindest die Wahrscheinlichkeit, dass ich auch bei 2) recht habe.

Wenn Sie Ihre Theorie zur Erklärung der gegenwärtigen Wirklichkeit auf sehr unvollkommenen Kapitalmärkten aufbauen, dann empfehle ich Ihnen erneut die Arbeit von Ventura und Voith: Debt Miracle: why the country that borrowed the most industrialized first.

Beste Grüße

Carl Christian von Weizsäcker

30.5.16

Lieber Herr Homburg,

ich hatte zwei Tage lang Schwierigkeiten, E-Mails zu verschicken. daher antworte ich erst jetzt.

1. Ihren Vergleich von Geldtheorie bzw. -politik und Wettbewerbstheorie bzw. -politik verstehe ich nicht. Die Wettbewerbspolitik hat bestimmte Ziele und passt ihre Entscheidungen jeweils an den Sachverhalt an. Es gibt einen gewissen Dissens über die Ziele (Wettbewerbsfreiheit vs. Effizienz), es gibt auch einen gewissen Dissens über den Modus operandi (per vs. rule of reason), aber so oder so ist die jeweilige Entscheidung endogen und von den vorliegenden Daten abhängig. Das ist, gerade bei rule of reason, kaum anders als bei einer Geldpolitik, die die Geldbasis davon abhängig macht, in welcher Verfassung sich die Makroökonomie und das Geldwesen befinden.

2. Ihre Vorstellung von der Geldbasis als Instrument der Geldpolitik verstehe ich nicht. Ich dachte, Instrumente der Geldpolitik sind Kredite an Banken oder Offenmarktkäufe, auch Mindestreservevorschriften. Die Geldbasis dagegen gehört zur Kategorie der möglichen Zwischenziele, d.h. derjenigen Größen, die die Zentralbank durch den Einsatz ihrer Instrumente zu beeinflussen sucht, wobei es ihr nicht um die eigentliche Zielvariable geht, sondern um das "Endziel", z.B. Preisstabilität. Die Übergänge in den Bezeichnungen sind manchmal fließend, so hat die Bundesbank in der guten alten Zeit M3 als Zwischenziel und den Geldmarktzinssatz als Instrument betrachtet, dies allerdings mit der Vorstellung, dass sie diesen ganz unmittelbar beeinflussen konnte.

3. Über die Frage, was als Zwischenziel geeignet ist, gab es in den 1960er Jahren eine größere Literatur. Der Liedtext, den Sie uns dankenswerterweise zukommen ließen, scheint aus dieser Kontroverse zu kommen, die allerdings durch Goldfeld, Brookings Papers on Economic Activity 1973, im Sinne der Monetaristen "erledigt" wurde, ehe Goldfeld, Brookings Paper on Economic Activity 1975, neue Zweifel aufwarf, wobei letzteres Papier ganz im Unterschied zu z.B. dem Radcliffe Report nicht auf die Nähe von Geld zu anderen Assets abstellte, sondern auf klar spezifizierte Änderungen in Transaktionstechnologien und Transaktionskosten.

Ihr Kommentar, die Geldmengenregeln seien "in academia" schon tot gewesen, ehe sie in Praxis erprobt wurden, könnte vermuten lassen, Sie seien ein in der Wolle gefärbter Keynesianer. Ich vermute allerdings, dass die Konsequenz, die die Keynesianer aus dem von Ihnen genannten Befund zogen, Ihnen nicht schmecken würde. In der Debatte um die Zwischenziele ging es ja um die Frage, ob die Zentralbank sich ein Zinsziel oder Geldmengenziel vorgeben sollte. Die Monetaristen wollten ein Geldmengenziel, die Keynesianer ein Zinsziel. Wesentliches Argument der Monetaristen: Die Geldnachfrage ist stabil, daher ist der Transmissionsmechanismus zwischen Geldmenge und gesamtwirtschaftlicher Nachfrage (und Preisen) weniger durch Rauschen verzerrt als der Transmissionsmechanismus zwischen Zinsen und gesamtwirtschaftlicher Nachfrage, ganz abgesehen davon, dass ein Zinsziel immer auch intertemporale Preise verzerren könnte. Dieses Argument wurde von keynesianischer Seite nicht akzeptiert. Dieser keynesianischen Kritik scheinen Sie sich anzuschließen. Im Sinne der damaligen Diskussion müssten Sie dann aber eine Zinsvorgabe als Zwischenziel der Zentralbank befürworten. Zur formalen Analyse der Frage, unter welchen Bedingungen ein Zinsziel oder Geldmengenziel besser zum Erreichen der Endziele geeignet ist, siehe Poole, QJE 1970. Goldfeld 1975 stellt explizit die Frage, ob die Veränderungen der Geldnachfrage, die er ausmacht, nicht entsprechend Pooles Überlegungen implizieren, dass eine Zinsvorgabe als Zwischenziel der Geldpolitik besser geeignet ist als ein Geldmengenziel.

4. Die Zwischenzielkontroverse ist unmittelbar von Bedeutung für die Diskussion um Exogenität und Endogenität. Wenn die Zentralbank sich ein Zinsziel vorgibt, werden die Mengenaggregate endogen, d.h. bestimmt von dem, was die Wirtschaftssubjekte bei den von der Zentralbank angestrebten Zinssätzen machen. Ihre Aussage, die Zentralbank habe immer die Kontrolle über die Geldbasis, übergeht den Umstand, dass die Zentralbank nicht immer weiß, was ein bestimmter Wert der Geldbasis im Hinblick auf ihr Endziel bedeutet, und daher möglicherweise auf andere Zwischenziele abstellt.

Ihre Überlegungen zu diesem Punkt sind nicht überzeugend. Einerseits behaupten Sie, die Zentralbankgeldmenge sei ein geeigneter Indikator der Geldpolitik und machen das Etikett "hyper-expansiv" daran fest. Andererseits behaupten Sie, die Versuche der EZB, durch Erhöhungen der Zentralbankgeldmenge die Kreditvergabe und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu beleben, seien zum Scheitern verurteilt, weil die Expansion der Zentralbankgeldmenge nur zu einer Erhöhung der Überschussreserven führe. Abgesehen davon, dass Sie ein sehr spezielles Modell des Bankverhaltens unterstellen, sehe ich zwischen diesen beiden Aussagen einen Widerspruch.

5. Wenn ich die geldpolitische Diskussion auf Ihr Spezialgebiet übertrage, wären Steuersätze, sowie Regeln und Entscheidungen über Ausgaben die Analoga zu Repo-Krediten und Offenmarktkäufen und das Haushaltsdefizit das Analogon zur Geldbasis. Da keine Ausgabe getätigt wird, ohne dass ein verantwortlicher Politiker oder Beamter eine Unterschrift tätigt, könnte ich mich auf den Standpunkt stellen, das Defizit unterliege voll der Kontrolle der Regierung. Und wenn in einer Rezession die Steuereinnahmen sinken, dann kann doch, bitte schön, der Staat unmittelbar die Ausgaben an die niedrigeren Einnahmen anpassen.

Im Bereich der Haushaltspolitik würden derartige Überlegungen als unpraktikabel angesehen, da (i) Verzögerungen in der Haushaltsberichterstattung und -kontrolle und (ii) Verfahrenshemmnisse einer derartigen Politik des Haushaltsausgleichs in real time entgegenstehen.

Ein alleiniges Abstellen auf Defizite als Indikatoren der Fiskalpolitik wäre auch unerwünscht, da es den Unterschied zwischen automatischen Stabilisatoren und bewusster Politik verwischen würde. Wenn in einer Rezession der Staat mit Ausgabenkürzungen reagiert, die Steuereinnahmen aber schneller sinken als die Ausgaben, sollen wir dann einfach sagen, das Defizit steigt und die Fiskalpolitik ist expansiv? Wie schon früher angemerkt, Definitiorik ist willkürlich, aber die Begriffsbildung kann einem Verständnis der Zusammenhänge im Wege stehen.

6. Auch wenn Sie es ablehnen, bei normativen Überlegungen zur Geldpolitik die Geldbasis als teilweise endogen zu betrachten, kommt der Empiriker nicht umhin, bei Aussagen zu den Wirkungen von Geldpolitik in der Realität die mit einer faktisch vorhandenen Endogenität verbundenen Identifikationsprobleme ernst zu nehmen. Deshalb noch einmal der Hinweis auf Blinder-Goldfeld.

Dieser Punkt betrifft u.a. Ihre Aussage zu LTRO 2011/12. Diese läuft auf die Behauptung hinaus, eine Vertiefung der damaligen Finanzkrise hätte keine weiteren makroökonomischen Wirkungen nach sich gezogen, insbesondere nicht für die Preise. In Anbetracht der Identifikationsprobleme wäre das genauer zu begründen. Ich hatte in meiner früheren Mail unter Verweis auf die Turbulenzen des Herbstes 2011 begründet, warum es m.E. eine stabilisierende Wirkung gab, auch für die Makroökonomie. Sie haben dazu nichts gesagt.

7. Im übrigen interpretiere ich Ihre Aussage als eindeutige Stellungnahme gegen Lender-of-the-Last-Resort-Interventionen. Ich hatte dazu vor reiner Woche einige Argumente gebracht. Auch Christian von Weizsäcker hatte das getan. Wir beide haben dabei auch Ihren Hinweis auf die Gefahr des Rechtsradikalismus aufgegriffen und in die Argumentation einbezogen. Warum setzen Sie sich nicht mit den Argumenten auseinander?

Ich mache immer wieder die Erfahrung, dass deutsche Ökonomen, die sich kritisch zum Thema EZB als Lender of the Last Resort äußern, in dem Moment die Sprache verlieren, in dem man sie fragt wie sie die Ereignisse von 1931 einordnen. Ich finde das nicht in Ordnung.

8. Ich finde es bemerkenswert, dass Sie beim Stichwort Endogenisierung nur von Finanzstabilitäts-, Zinsstabilitäts-, Staatsfinanzierungsziele reden. Warum sagen Sie nichts zu einer Endogenisierung durch ein Preisstabilitätsziel? Wäre es Ihnen peinlich, einzuräumen, dass Ihre normative Setzung auch ein Verfolgen des im EU-Vertrag gesetzten Mandats ausschließt? Oder wollen Sie suggerieren, dass die EZB sich um dieses Ziel gar nicht kümmert. Letzteres wäre freilich eine Unterstellung, die zu belegen wäre; ansonsten hätte sie in einer wissenschaftlichen Diskussion nichts zu suchen.

9. Ihre Aussage, die EZB solle ggfs. das Preisstabilitätsmandat hintanstellen, ist sehr interessant. Sie haben seinerzeit schon bei den Anleihekäufen im Rahmen des SMP die EZB als Rechtsbrecher bezeichnet. Wie soll ich es einordnen, wenn Sie sagen, die EZB solle ggfs. ihr Mandat hintanstellen, um nur ja zu vermeiden, dass es zu Bailouts kommt?

10. Hinsichtlich der Rolle von Staatsschulden als Substitut für Land war mein Punkt nicht, dass wir dann dynamische Ineffizienz bekommen, sondern dass das Argument, Staatsverschuldung bewirke ineffiziente Verdrängung mit dem Henry-George-Theorem zu kämpfen hat. Natürlich kann ich beliebig zusätzliche Friktionen einführen, die auch die Verdrängung von Land ineffizient machen, aber das trifft nicht den Kern des Arguments - ebenso wie ich hier nicht die vielen Friktionen privater Kapitalmärkte anführe, die eine Verwendung von Staatsschulden als Substitut für private Schulden nahelegen (vgl. etwa Holmström-Tirole zu Liquidität, Drazen zu Humankapital).

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Lieber Herr Hellwig,

wir kommen so nicht recht voran. Sie mäkeln viel an meiner Semantik (Instrument versus Zwischenziel), ohne auf den interessantesten inhaltlichen Punkt einzugehen. Versuchen wir es einmal anders herum und lassen die EZB sprechen. Ich zitiere aus einem aktuellen Vortrag von Yves Mersch, die Quelle ist unten angegeben:

"First, purchases in government bond markets are a **suitable tool**. By easing the financing conditions of the private sector and expanding the **monetary base**, the public sector purchase program makes it cheaper for households and firms to borrow. This can encourage them to borrow and expand consumption and investment. By eroding economic slack, such boost to demand helps to bring inflation back to levels below, but close to 2%."

Ich stimme zu, daß Offenmarktkäufe, die die Geldbasis erhöhen, ein geeignetes Instrument sind. Ich stimme zu, daß damit langfristige Zinsen gesenkt werden. Langjährige Evidenz für

Japan und die Eurozone spricht dagegen, daß dies Konsum und Investition anregt. Die Evidenz spricht vielmehr dafür, daß die "Kredit-Kapazität" Japans und der Eurozone erschöpft sind und Nebenbedingung Grenzproduktivität = Grenzkosten Schlupf hat. QE erzeugt dann einfach noch mehr Schlupf.

Anbei biete ich Ihnen zwei Simulationen aus Modellen mit optimierenden Individuen an. Die erste Simulation ist die Hellwig-EZB-Sicht, wonach QE zu Inflation führt. Die zweite Simulation verdeutlicht meine Sicht, daß QE nicht zu Inflation führt, sondern lediglich die Nominal- und Realzinsen senkt. Der Unterschied der beiden Simulationen besteht einzig darin, daß im zweiten Fall ein bindendes Kreditlimit besteht.

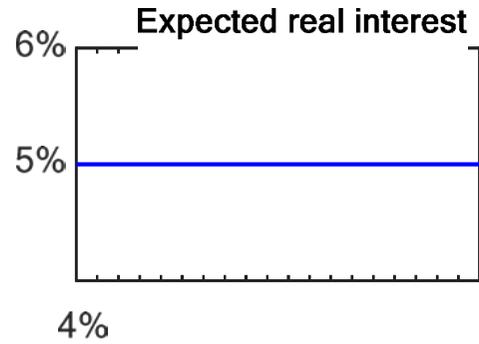
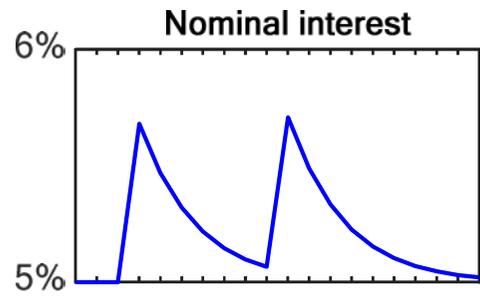
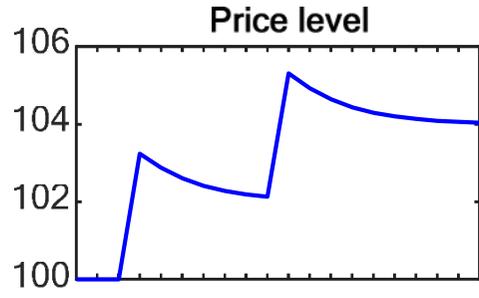
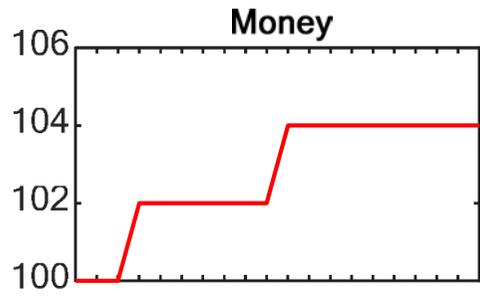
Sie können einwenden, mein empirisches Argument sei falsch. Oder Sie können eine alternative Theorie anbieten, warum QE entgegen allen traditionellen Ansätzen dauerhaft nicht zu Inflation führt. Aus meiner Sicht ergibt sich die positive Aussage, die EZB könne derzeit keine Inflation erzeugen. Sie deuten dies zu Unrecht in die normative Aussage um, die EZB solle ihr Inflationsziel hintanstellen.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

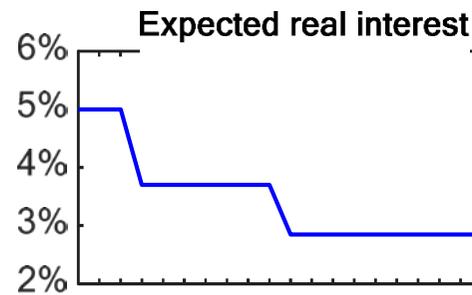
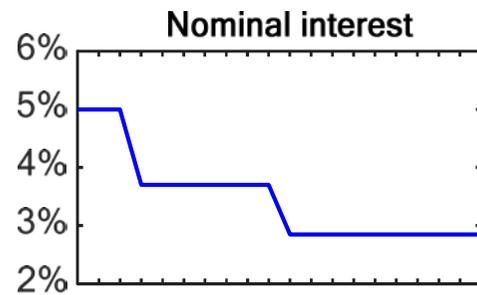
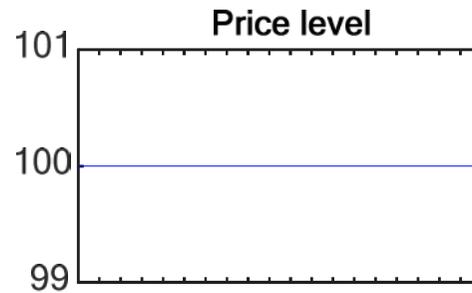
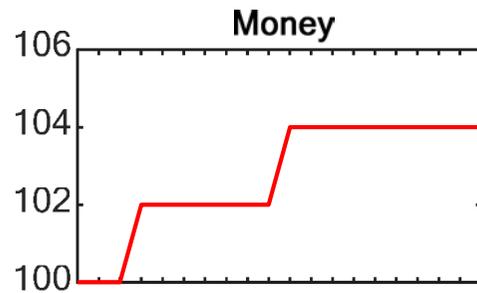
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160409.en.html>

Attachment

Hellwig-EZB-Modell



Homburg-Modell



Liebe Kollegen,

Modelle sind ja schon und gut. Sie zeigen unter anderem, dass sich auch hypothetische Extremfaelle logisch konsistent in Gleichungen fassen lassen. Die Fakten sind:

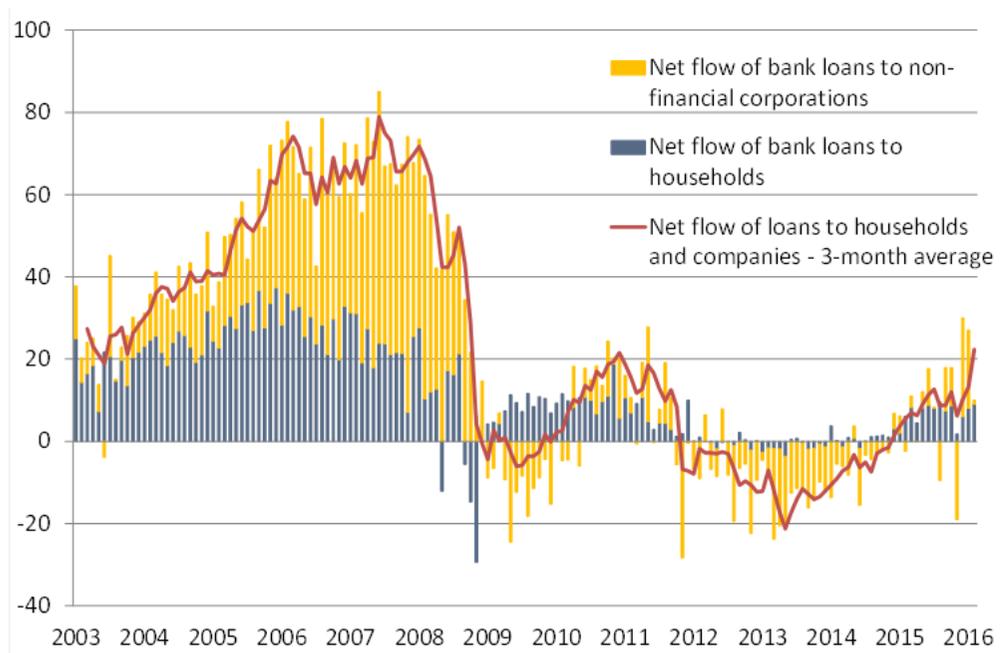
- Der Kreditzyklus in der Eurozone hat sich seit Anfang 2013 gedreht (Grafik unten).
- Die Investitionstaetigkeit in der Eurozone hat ebenfalls gedreht, von -5,0% gegenueber Vorjahr in 1Q 2013 auf +2,9% in 2H 2015.

Da Geldpolitik zeitverzoegert wirkt, passen die Daten zur Interpretation, dass (1) der OMT Beschluss der EZB im Sommer 2012 die Wende eingelaetet hat und (2) die weiteren Massnahmen der EZB seitdem die Konjunktur stuetzen. Welcher Anteil daran welchem Instrument zuzuschreiben ist und ob das zusaetzliche EZB-Paket vom Maerz 2016 diesen Trend staerken, ihn gegen Risiken absichern oder realwirtschaftlich wirkungslos bleiben wird, laesst sich aus den Daten natuerlich (noch) nicht ablesen.

Viele Gruesse,

Holger Schmieding

Eurozone: net flow of bank loans to non-financial corporations and households



Monatszahlen in Milliarden Euro, rote Linie: Dreimonatsdurchschnitt. Quelle: EZB

Lieber Herr Homburg,

dass wir nicht vorankommen, liegt auch daran, dass Sie nicht auf meine Fragen und Kritikpunkte eingehen.

Sie sind bisher nicht auf die Kritik eingegangen, dass ALLE Ihre Aussagen zur Empirie der Wirkungen der Geldpolitik Makulatur sind, solange Sie nicht die mit der durch die Zielverfolgung der EZB verbundenen Endogenitätsprobleme angehen. Diese Kritik betrifft auch Ihre neuerlichen Diagramme.

Sie sind auch nicht auf die Kritik eingegangen, dass Ihre normativen Vorstellungen im Widerspruch zu dem der EZB gegebenen Mandat stehen.

Und die Auseinandersetzung mit der LoLR - Problematik lassen Sie auch vermissen.

Das Mersch-Zitat steht nicht im Widerspruch zu dem, was ich geschrieben habe. Ob ein Wert für ein Zwischenziel als hoch oder niedrig einzuschätzen ist, hängt nicht allein von der absoluten Höhe ab, sondern auch von den Umständen im Hinblick auf das zu verfolgende Ziel. Im übrigen hatte ich die Eignung von QE in der derzeitigen Situation von Anfang an in Frage gestellt, hatte dies auch schon vor einem Jahr in der FAS geschrieben (und im General Board des ESRB kritisiert).

Da Sie nicht auf meine Fragen und Kritikpunkte eingehen, werde ich mich nicht weiter in dieser Diskussion äußern.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Lieber Herr Hellwig,

naja, Endogenität geht natürlich immer als Kritikpunkt, das lernt man in jedem Seminar. Wenn die EZB monatlich für 80 Mrd. Euro Bonds kaufen will und das auch tut, sehe ich kein relevantes Endogenitätsproblem. Erklärungsbedürftig sind hingegen der langjährige Wegfall der Korrelation zwischen Geldbasis und Inflation und die schleppende Kreditentwicklung trotz Niedrigstzinsen.

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Schmieding,

Sie sind offenbar optimistisch, daß wir die liquidity trap verlassen, und weisen auf das wieder stärkere Kreditwachstum hin. Ihrer Graphik folgend konnte man aber auch 2011 schon behaupten, daß "QE wirkt".

Ihre Graphik zeigt, daß Bankkredite an Private seit 2011 geschrumpft sind. Die beigefügte Graphik enthält den Gesamtbestand der Bankkredite der Eurozone an Nichtbanken: Stürmisches Wachstum vor der Finanzkrise, gefolgt von einem "Kreditlimit" mit leichtem Deleveraging. Ob das Kreditwachstum frühere Höhen erreicht bleibt abzuwarten, und ob das wünschens-

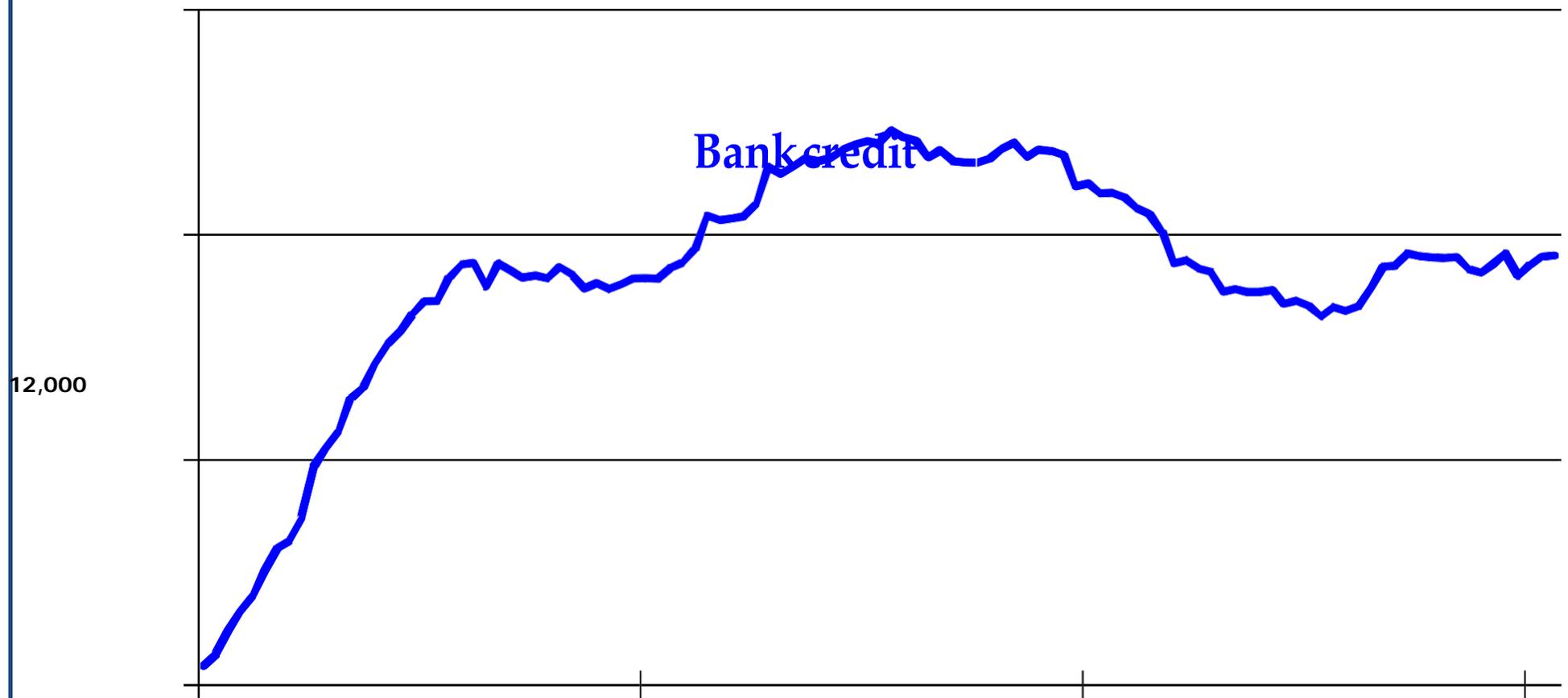
wert ist bleibt fraglich.

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Figure X

Eurozonebankcredit 13,000



31.5.16

Lieber Herr Homburg,

Sie weichen schon wieder (noch immer) aus. Ich hatte nicht allgemein über Endogenitätsprobleme gesprochen, etwa im Sinn von Stiglers Konferenz-Glossar, sondern über ein spezifisches Endogenitätsproblem bei der Evaluation der Wirkung von Politikmaßnahmen, wenn diese darauf abzielen, ungünstigen Entwicklungen in der Wirtschaft entgegenzuwirken. Über dieses spezifische Endogenitätsproblem gibt es eine Literatur. Mein Einwand bezog sich auch nicht auf QE, wo, wie ich schon mehrfach sagte, ich ähnlich skeptisch bin wie Sie, sondern auf LTRO 2011/12 und betraf Ihre Aussage, LTRO sei wirkungslos gewesen. Ich bestreite diese Aussage und habe um Belege gebeten. Darauf sind Sie in keiner Ihrer Antworten eingegangen. Der Verweis auf das heutige QE ist kein Ersatz, denn das ist etwas anderes. Bei LTRO ging es um einen Run auf die Banken, einen Scramble for Cash, Asset-Verkäufe und Kurseinbrüche, beim heutigen QE dagegen um Schuldenüberhang und Solvenzprobleme. (Das vermute ich, eine Detailanalyse habe ich noch nicht gesehen.)

Für mich gehört es zum Wesen der Wissenschaft, dass man den eigenen Vorurteilen die Chance gibt, dass Sie auch falsch sein könnten. Aus Ihren wiederholten Weigerungen, sich mit klar formulierten spezifischen Fragen auseinanderzusetzen, schließe ich, dass Sie eine andere Vorstellung von Wissenschaft haben.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Lieber Herr Hellwig,

Schwamm drüber. Sie haken bei meiner Aussage nach, das LTRO-Programm von 2011 sei wirkungslos gewesen. Hierzu liefere ich gern konkrete Argumente und Belege:

1. Erinnern wir uns, daß die Inflationsrate Ende 2011 in der Eurozone bei 3% Prozent lag. Nach dem Lehrbuchmodell mit vollständigem Marktsystem befeuert eine so starke Ausweitung der Geldbasis, wie LTRO sie darstellt, die Inflation. So habe ich damals auch gedacht und seither

versucht, aus diesem Irrtum zu lernen.

2. Die Banken verfügten **vor** LTRO über Überschußreserven von 60 Mrd. Euro. Gegenüber 0,75 Mrd. Euro im August 2008 war das schon ein enormer Betrag. LTRO hat die Überschußreserven bis auf 776 Mrd. Euro in 2012-II steigen lassen. Parallel dazu sank die Inflationsrate von 3% Ende 2011 auf 0% heute. Diese Entwicklung ist mit dem Lehrbuchmodell unvereinbar.

3. Die Daten sind aber vereinbar mit dem von mir vorgeschlagenen Kreditlimit-Modell: Darin führt eine Geldbasisausweitung zu sinkenden Zinsen (wie beobachtbar). Sie führt nicht zu Inflation (wie ebenfalls beobachtbar). Die Intuition für dieses Ergebnis besteht darin, daß die bis 2008 bindende Mindestreservebedingung bei Existenz von Überschußreserven **Schlupf** hat und eine weitere Erhöhung der Geldbasis bzw. der Reserven den Schlupf lediglich vergrößert. In diesem Sinn, und nur in diesem Sinn, war LTRO geldpolitisch wirkungslos. Engpaß der Entwicklung der Eurozone ist nicht die Bankenliquidität, sondern die Kreditvergabe an die Realwirtschaft.

4. In einem anderen Sinn war LTRO sehr **wirkungsvoll**. Erinnern Sie sich, daß LTRO damals **Sarkozy-Trade** hieß? Sarkozy hatte das Programm treffend wie folgt kommentiert: „Das bedeutet, dass jetzt jeder Staat zu seinen Banken gehen kann, die Liquidität zur ihrer Verfügung haben werden.“

5. LTRO war ein Bailout, aber kein Banken-Bailout à la lender of last resort, sondern ein Bailout überschuldeter lateineuropäischer Staaten. Markus Brunnermeier hat das Programm seinerzeit wie folgt kommentiert: „Eine italienische Bank, die ohnehin Pleite gehen würde, wenn Italien einen Schuldenschnitt einführt, hat nichts dabei zu verlieren“. Staatspleiten wurden als das eigentliche Problem und Bankenpleiten nur als dessen mögliche Folge gesehen.

6. Ein weiteres Zitat aus der unten angegebenen Quelle: "Besonders negativ an dem Sarkozy-Trade sei, warnt Brunnermeier, dass die Banken versucht sein könnten, Staatsanleihen zu kaufen auf Kosten der Kreditvergabe an die Realwirtschaft." Dies deckt sich mit meiner Crowding-Out-Sicht.

7. Zusammenfassend war LTRO Fiskalpolitik. Die EZB begann das Programm bei 3% Inflation; ein Inflationsziel hatte sie damals offenbar nicht. Als Fiskalpolitik waren LTRO und sein Nachfolger QE durchaus wirkungsvoll. Beide Politiken haben eine Perpetuierung der europäischen

Staatsschuldenorgie erst ermöglicht.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Quelle: <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/schuldenkrise-truegerische-hoffnung-auf-den-sarkozy-trade-11566391.html>

Lieber Herr Homburg,

vielen Dank, dass Sie doch noch etwas zur Sache sagen. Allerdings bin ich von Ihren Argumenten nicht überzeugt - und das aus folgenden Gründen:

1. Ich habe Ende November 2011 im Steering Committee des ESRB einen Teil der Diskussion mitbekommen. Diese betraf ausschließlich das Zusammenspiel von Banken, Liquidität und Börsen. Soweit von Schulden die Rede war, ging es darum, dass deren Höhe die eigentliche Ursache der Turbulenzen ausmachte.

Der Rückzug der Geldmarktfonds aus der Finanzierung europäischer Banken hatte ab Sommer 2011 Dimensionen angenommen, die denen von 2008 ähnelten. Die Aussicht auf den griechischen Schuldenschnitt hatte die Einschätzung der Solvenz europäischer Banken deutlich verschlechtert. Und die Aufseher hatten beschlossen, die vom EU-Gipfel im Oktober beschlossene Rekapitalisierung per 30. Juni 2012 als ratio requirement zu implementieren, d.h. den Banken die Möglichkeit zu geben, die erhöhte Eigenkapitalanforderung durch Asset-Verkäufe zu erfüllen. Ausgenommen waren die Kredite, die nur beschränkt reduziert werden durften. Über diesen Beschluss und seine Systemwirkungen gab es im November und Dezember erhebliche Auseinandersetzungen. Draghi war wütend darüber. Ich selbst hatte den Eindruck, dass die Aufseher die systemischen Auswirkungen ihres Vorgehens gar nicht verstanden bzw. dass die im Zweifel ihre bürokratischen Traditionen für wichtiger hielten.

Die Diskussion über diese Entwicklung war aufgeregt und emotional, wobei die Sorge vor allem dem Kollaps des Vertrauens in die Banken galt. Auch beim General Board des ESRB im Dezember 2011, d.h. nach Ankündigung der ersten Tranche des LTRO, war davon noch viel zu spüren.

2. Ihr Hinweis auf 60 Mrd. an Überschussreserven kann nicht überzeugen. Relativ zur Gesamtabhängigkeit der europäischen Banken von kurzfristigen Geldmarktfinanzierungen ist der Betrag von 60 Mrd. Peanuts. Ich habe auch von etlichen Marktteilnehmern gehört, dass der LTRO damals maßgeblich dazu beigetragen hat, dass es nicht zu einem Liquiditätskollaps kam.

3. Ich bleibe dabei, dass Sie ein weniger mechanisches Modell des Bankverhaltens im Hinblick auf Reserven und Überschussreserven brauchen. Ihre Interpretation der Überschussreserven als "Schlupf" ist zu simpel, ein Modell des Bankverhaltens, das seit den 1960er Jahren überholt ist, siehe etwa Friedman damals zum Eurodollar-Markt, in dem es keine Mindestreserven gab.

Ihre Ablehnung der LoLR-Interpretation des LTRO nach wie vor nicht fundiert.

4. Es trifft zu, dass LTRO de facto gewissen Regierungen den indirekten Zugang zur Notenpresse gegeben hat. Das als die eigentliche Absicht hinzustellen, ist aber eine Unterstellung. Herr Weidmann, der an den Diskussionen und Entscheidungen beteiligt war und dem LTRO ausdrücklich zugestimmt hat, würde sicher widersprechen.

Das Sarkozy - Zitat kommt von einem Zeitpunkt, zu dem LTRO noch nicht in Sicht war. Zwischen dem Gipfel Ende Oktober und der Ankündigung des ersten LTRO ist noch einiges geschehen. Und der FAZ-Artikel, auf den Sie verweisen, enthält neben dem Hinweis auf den möglichen Carry Trade auch einige gegenläufige Beobachtungen.

Das Ausmaß, in dem der Carry Trade stattfand, wurde erst im Laufe des Jahres 2012 deutlich und dann von Acharya und Steffen dokumentiert. Nach Acharya - Steffen handelte es sich übrigens vor allem um ein Gambling for Resurrection von Seiten schwacher Banken, ein Thema, über das wir dann ausführlich und kontrovers in der ESRB-Expertengruppe "Regulatory Treatment of Sovereign Exposures" diskutiert haben. Sie können das in dem ESRB-Bericht zu diesem Thema nachlesen.

5. Die rein fiskalpolitische Interpretation von LTRO ist nicht mit der Rückgabe der LTRO - Kredite vereinbar, die zu einem Zeitpunkt stattfand, als QE noch nicht begonnen hatte.

6. Die Beobachtung von Finanzrepression und von einem Verschleppen der Bankensanierungen bildete den Hintergrund zu den Diskussionen des Jahres 2012, vom griechischen Schuldenschnitt über die spanische Krise bis zu den Diskussionen um die Bankenunion und die Ankündigung von OMT, letzteres eine Maßnahme, die bemerkenswerterweise wirkte, ohne dass sie überhaupt durchgeführt wurde.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Noch drei Nachträge zu meiner früheren Mail:

1. Im Nachhinein erinnere ich mich, dass ich mich seinerzeit über Markus Brunnermeier wunderte. Er kommentierte die Politik aus der Distanz, ohne die Vorgänge zu kennen.

2. Aus deutscher Sicht war im November 2011 nicht klar, ob die Commerzbank über die Runden kommen würde. Diese hatte im ersten Halbjahr die stille Einlage des Bundes weitgehend zurückgezahlt und zu diesem Zweck ihr Eigenkapital an die Grenze dessen, was die Vorschriften erlaubten, heruntergefahren, und war im zweiten Halbjahr 2011 in dementsprechend großen Schwierigkeiten.

3. In der Entwicklung 2012 spielte Spanien eine zentrale Rolle. Und das war zunächst einmal wieder eine Bankengeschichte. Die Insolvenzverschleppung bei Bankia wurde im April beendet, und die Spanier fingen an, sich um die Bereinigung der Bankprobleme zu kümmern. Dabei wurden - wie in Irland - die Interbankengläubiger schadlos gehalten, darunter in großem Umfang auch deutsche Banken. Der Run auf Spanien in diesen Monaten war auch durch den Rückzug deutscher und französischer Banken auf die spanischen Banken bedingt. Die Finanzprobleme und der Finanzierungsbedarf des spanischen Staats in diesem Frühjahr waren auch durch diese Entwicklung bedingt. Dabei gab es dann erheblichen Druck auf die beiden solventen Banken (BBVA und Santander), dass sie Staatstitel kauften, um auf diese Weise indirekt das staatliche Engagement bei der Bereinigung der Krise der Cajas zu unterstützen.

Wo Sie ein Bailout der Staaten sehen, hatten wir also auch ein Bailout von Banken, darunter wieder einmal auch von deutschen Banken.

Mit freundlichen Grüßen,

Martin Hellwig

Lieber Herr Hellwig,

um Wiederholungen zu vermeiden, möchte ich nur auf Ihr folgendes Argument eingehen:

5. Die rein fiskalpolitische Interpretation von LTRO ist nicht mit der Rückgabe der LTRO - Kredite vereinbar, die zu einem Zeitpunkt stattfand, als QE noch nicht begonnen hatte.

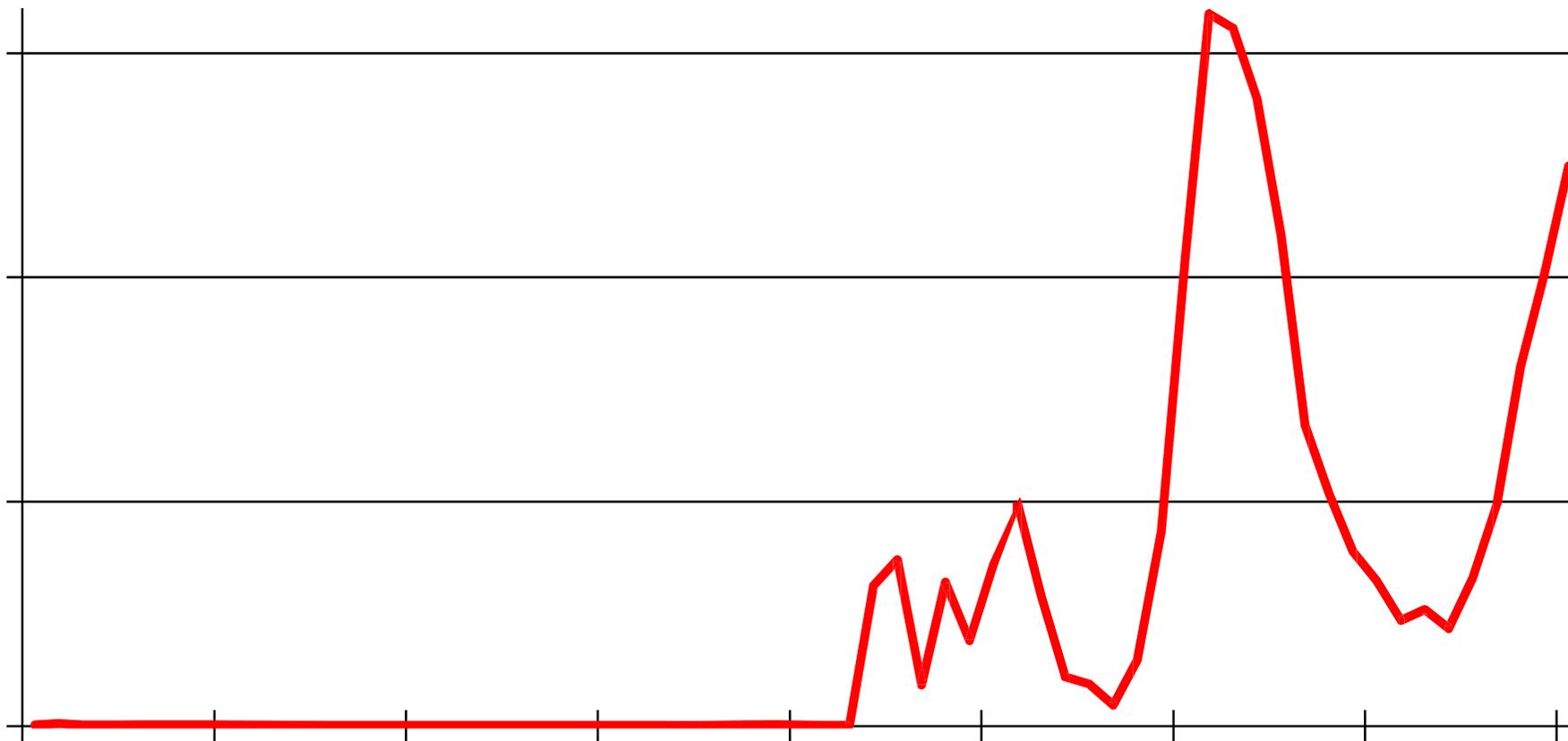
Bezogen auf die beigefügte Graphik verstehe ich Sie so: LTRO lief aus, bevor QE begann. Die Existenz einer Lücke dazwischen zeigt, daß die Programme nicht fiskalisch motiviert waren. In der Tat näherten sich die Überschußreserven ab Ende 2012 dem Vorkrisenniveau. Aber: In 2012 ist doch viel geschehen! Man hat in diesem Jahr den ESM als permanenten Bailout-mechanismus implementiert. Und im September 2012 hat Draghi mit "whatever it takes" versichert, keinen Eurozonenstaat in die Insolvenz abrutschen zu lassen. Hierdurch war etwas Luft bzw. Zeit gewonnen.

Moral hazard führte natürlich dazu, daß die lateineuropäischen Staaten ihre Schuldenstandquoten noch weiter erhöhten (Renzi schafft gerade die Erstwohnungsteuer ab). Insofern mußte, so meine Deutung, die EZB gemäß Hayeks Ölflecktheorie nachladen. QE hat den Marktmechanismus zur Begrenzung von Staatsschulden jetzt außer Kraft gesetzt, und weil der Stabilitäts- und Wachstumspakt leerläuft, befinden wir uns in einem Gefangenendilemma, dem wir vielleicht nur durch eine politische Revolution entrinnen können.

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Eurozone excess reserves, percentage of GDP



Lieber Herr Homburg, lieber Herr Hellwig,

gestatten Sie die kurze Bemerkung, dass mittlerweile empirische Untersuchungen über LTRO und andere Programme aus jener Zeit vorliegen. Sie können wohl nichts über die Motivation für jene Programme sagen, aber vielleicht sind die Ergebnisse nicht gänzlich uninteressant.

Hier ist ein Paper von Krishnamurthy/Nagel/Vissing-Jorgenson von Ende 2015.

<http://faculty.haas.berkeley.edu/vissing/ECB%20paper.pdf>

In der Zusammenfassung heißt es in Auszügen:

„We then documented the basic impact of three ECB policies on sovereign bond yields in GIIPS countries finding that the SMP and OMT were much more effective at reducing sovereign yields than the LTROs. The main contribution of the paper was then to provide a new framework for how to decompose the policy - induced yield changes in order to determine how policies succeeded in lowering yields.

The default risk premium and sovereign bond segmentation effects appear to be the dominant channels through which the SMP and the OMT affected sovereign bond yields of Italy and Spain. A redenomination risk premium may have been present at times and it may have been a third policy channel for the SMP and OMT in the case of Spain and Portugal, but not for Italy. As for the LTROs, the effects of the LTROs on sovereign yields are generally small except for Spain for which they appear to have reduced sovereign bond yields via the sovereign segmentation channel. Importantly, we find that the ECB's policies have had beneficial macroeconomic spillovers.

That is, ECB actions have not merely engineered transfers from core countries to GIIPS countries, as suggested by some observers.

For the SMP and OMT we document these effects by measuring stock returns around ECB announcement dates, for both GIIPS and EMU countries.”

Mit freundlichen Grüßen

Gerald Braunberger

Liebe alle,

als Novize in der illustren Diskussionsrunde erlaube ich mir - gewissermaßen von der Zuschauertribüne aus – auf eine aktuelle Kurzstudie der Commerzbank zur Frage der Wirksamkeit von QE und TLTROs aufmerksam zu machen: [Hier geht es zum Dokument](#). Der Studie zufolge bleibt die jüngste Kreditexpansion weit hinter dem historisch üblichen zurück und dürfte auch in absehbarer Zeit nicht nennenswert anziehen. Die Gründe dafür sind auf der Nachfrageseite die anämische Investitionstätigkeit der Unternehmen und auf der Angebotsseite bestehende Kreditrestriktionen bei den Banken. Der BLS zeigt zudem, dass QE komplett und die TLTROs ziemlich unwirksam sind, was das Ankurbeln der Kreditvergabe betrifft.

Mit den besten Grüßen,

Malte Fischer

Lieber Herr Fischer,

sehr interessant. Die Analyse der Coda stimmt mit meiner Einschätzung weitgehend überein, insbesondere was die Betonung von Kredit gegenüber Liquidität und Zinsen angeht.

Diametral entgegengesetzt ist die Ansicht der EZB, ihre Maßnahmen seien "wirksam". Bei der BOJ liest man diese Litanei seit über 10 Jahren, bei der Fed schon lange. In deren Semantik wurde die Bedeutung von "wirksam" geändert: Ursprünglich waren Inflation und Wachstum gemeint, jetzt geht es um Zinssenkungen am langen Ende (die bei einem Kreditlimit nichts bringen).

Viele Grüße

Ihr Stefan Homburg

Lieber Herr Braunberger,

ich kenne das Papier. Quintessenz ist, daß LTRO die Zinsen gesenkt hat. Zu ähnlichen Ergebnissen kommen zahlreiche Analysen der QE-Programme. Einen Schwachpunkt des Papiers von Krishnamurthy sehe ich in der Aussage, LTRO habe "beneficial macroeconomic spillovers" gezeitigt.

Die Autoren substantiierten dies allein durch eine Analyse der stock prices. Nun zeigt aber das einfachste DCF-Modell, daß Aktienkurse bei sinkenden Zinsen auch dann steigen, wenn die Gewinnerwartungen (als Indikator der Makroperformance) unverändert bleiben. Insofern sind diese macro spillovers im Papier nicht belegt.

Viele Grüße
Ihr Stefan Homburg

Lieber Herrn Homburg – Vor einigen Tagen hatten wir einen E-Mail-Austausch über die Frage des Enteignungsrisikos von Boden. Sie schrieben zuletzt: „Land kann enteignet werden. Die aufstehenden Gebäude in gleichem Maße, weil Eigentum am Land und an den Gebäuden miteinander verbunden sind. Da besteht also kein Unterschied. Staatsanleihen und Geld können noch einfacher enteignet werden. Ich erkenne deshalb keine Relevanz des Enteignungsarguments für unsere Diskussion. Die meisten Menschen sehen keine universellen Enteignungsgefahren. Andernfalls würden sie ihre Ersparnis reduzieren.“

Hier ist Dissens zwischen uns. Der Punkt ist mir sehr wichtig, weil er entscheidend dafür ist, ob die Theorie des negativen natürlichen Zinses aufrechterhalten werden kann oder nicht.

Wir sind uns einig, dass die Bewertung von Immobilien incl. kapitalisierte Bodenrente eine empirische Frage ist. Reicht dieser Bodenwert, um dem Sparwillen der Bevölkerung auch ohne Staatsschulden und bei Vollbeschäftigung voll Genüge zu tun? Diese Frage können wir gegenwärtig empirisch nur schwer direkt beantworten, da alle Staaten hohe explizite und implizite Schulden haben: Deutschland zum Beispiel in der Größe von ungefähr fünf Jahren privaten und öffentlichen Konsums. Und das bei einem hohen Exportüberschuss, der ja Kapitalexport bedeutet.

Daher müssen wir uns dieser Frage indirekt nähern, indem wir die Motive des Immobilienerwerbs in der heutigen Situation etwas genauer ansehen. Hier ist Ihre Position: die Leute haben keine Angst vor Enteignung, also hat das Enteignungsrisiko keinen Einfluss auf die Preisbildung. Wenn Sie Recht haben sollten, müssten aus meiner Sicht die Kaufpreise von Mietobjekten in München wesentlich höher sein als sie es tatsächlich sind – jedenfalls dann, wenn sich die Leute erst mal an die Nullzinsen gewöhnt haben. Ich nehme München als Beispiel. Dort bin ich Immobilienbesitzer und auch Mitglied des dortigen Hausbesitzer-Verbandes. In dessen Monatszeitschrift wird davon berichtet, wie die Stadt München die offizielle Vergleichsmiete (die angesichts geltender Gesetze wichtig ist für die Frage, ob und, wenn ja, um wieviel der Vermieter die Miete erhöhen darf in einer Zeit der Übernachfrage nach Mietwohnungen) nach unten manipuliert – mit, so der Hausbesitzer-Verband, eindeutig illegalen Methoden. Wenn die Fakten so sind, wie die Zeitschrift des Verbandes das schildert, dann ist das eindeutig ein massiver Rechtsbruch seitens der Stadt München. Der Verband geht gegen die Stadt München gerichtlich vor. Faktisch sind wir in Deutschland mitten drin in einer Enteignungs-Kampagne von Wohnraum-Vermietern. Das Mietrecht und die Praxis seiner Anwendung werden immer „mieterfreundlicher“. Ich kann nur davor warnen, aus Vermögensanlage-Gründen Mietwohnungen zu erwerben. Es ist überhaupt nicht ausgeschlossen, dass wir da enden, wo die Mittelmeer-Länder schon sind, dass nämlich der freie Mietwohnungsmarkt völlig austrocknet. Insofern halte ich Ihre Auffassung, dass es beim Vermögensbesitzer keine Angst vor Enteignung gibt, für nicht realitätskonform.

Dies, zumal jetzt wieder von einer Vermögenssteuer die Rede ist. Auch wollen eine Menge Leute die Erbschaftssteuer anheben. Das bedingungslose Grundeinkommen wird ernsthaft diskutiert. Die Schweizer werden es am kommenden Sonntag sicher ablehnen. Jedoch die Diskussion geht weiter, nicht zuletzt angeheizt von Adressen wie dem DIW. Wir haben eine neue Gerechtigkeitsdebatte.

Wenn nach entsprechenden Wahlkämpfen die politischen Kräfte an die Macht kommen, die den Wohlstand neu verteilen wollen, dann ergibt sich für sie, wie für die SPD nach Schröders und Lafontaines Wahlkampf 1998, das Problem einer absackenden Investitionsbereitschaft der Vermögensbesitzer, das Problem der Abwanderung von Vermögen ins Ausland etc. Schröder hat die Kurve gekratzt durch die Trennung von Lafontaine und dann mit der Agenda 2010. Der Wähler hat ihm das nicht gedankt. Was ist dann die Lösung? Massive Besteuerung des Vermögens, das nicht auswandern kann und dessen Steuern nicht überwältzt werden können, also massive Besteuerung des Bodens oder seiner Erträge. Zugleich steuerliche Investitionsanreize. Das werden die Steuerexperten doch sicher hinbekommen. Schon heute profitiert der Vermieter von günstigen Abschreibungsregeln, die aber nur auf den Teil seines Kaufpreises angewendet werden, die Baukosten sind – natürlich nicht aber auf den vom Finanzamt geschätzten Bodenwert.

Im Detail mag das der deutsche Vermögensbesitzer heute noch nicht so nicht sehen. Aber einen Instinkt für diese Gefahren hat er allemal. Daher sehe ich nicht, wie die Bodenpreise so in die Höhe schießen können, wie sie es müssten, um den Sparüberhang voll zu kompensieren. Denn der beträgt als Bestandsgröße sicher sechs Jahre Konsum (privat+ öffentlich), wenn wir den kumulierten Nettokapitalexport hinzurechnen. Die Landpreise müssten, um das zu leisten, vielleicht viermal so hoch werden wie sie es heute sind und dann parallel zum wirtschaftlichen Wachstum noch weiter in die Höhe steigen.

Daneben gibt es weitere Gründe, weshalb der Bodenkäufer eine erhebliche positive Rendite verlangt, ehe er kauft. Die habe ich in meinem PWP-Paper vom Sommer 2015 dargelegt. Im Übrigen führen höhere Bodenpreise zu einem Anstieg der Erbschaften ins Verhältnis zum Sozialprodukt gesetzt. Denn Boden wird ganz überwiegend von natürlichen Personen gehalten und zu einem erheblichen Prozentsatz schuldenfrei vererbt. Somit steigt mit dem durchschnittlichen Bodenpreis das Sparmotiv „Vererbung“, sodass der höhere Bodenpreis nur zu einem Bruchteil den Abstand zwischen Vermögenswunsch und Anlagemöglichkeit zu nicht-negativen Renditen vermindert. Um ganz ohne Staatsschulden auszukommen, müsste daher der durchschnittliche Bodenpreis nicht nur viermal, sondern vielleicht achtmal so hoch sein wie er heute bei dem vorherrschenden Niedrigzinsniveau ist. Solche Bodenpreise würden politisch direkt nach massiver Teilenteignung durch Besteuerung schreien. Derart hohe Bodenpreise sind kein politökonomisches Gleichgewicht.

Hier will ich die verteilungspolitischen Fragen nicht weiter ansprechen, die sich ergeben würden, wenn man sich zur Lösung des Sparschwemmenproblems auf Ihre Empfehlung verließ, dies statt mit Staatsverschuldung mit Bodenpreissteigerungen zu tun – vorausgesetzt, dass dies überhaupt funktionieren würde, was ich, wie gesagt, nicht glaube. Später mal können wir auch diesen Aspekt genauer diskutieren.

Beste Grüße

Carl Christian von Weizsäcker