

Die globale Finanzkrise ab 2007/08 – alternative Erklärungsmodelle

IMK-Workshop **Pluralismus in der Ökonomik**
8.–10. August 2014, Berlin

Till van Treeck
Universität Duisburg-Essen

Alternative Krisenerklärungen – Gliederung

1. Individuelles Versagen von Managern
2. Staatsversagen: Zinspolitik der Fed
3. Systemisches Versagen der Finanzmärkte:
Die Krise als Minsky-Moment
4. Steigende Ungleichheit als Krisenursache

Alternative Krisenerklärungen – Gliederung

- 1. Individuelles Versagen von Managern**
2. Staatsversagen: Zinspolitik der Fed
3. Systemisches Versagen der Finanzmärkte:
Die Krise als Minsky-Moment
4. Steigende Ungleichheit als Krisenursache

Stefan Homburg im Januar 2009

- „Ich kann derzeit keine Krise erkennen. ...
- Nach meiner Ansicht haben Finanz- und Wirtschaftskrise wenig miteinander zu tun. Auf keinen Fall ist die Finanzkrise Ursache einer Wirtschaftskrise. ...
- Was wir beobachten, sind Manager, die ihr individuelles Versagen mit dem Hinweis auf eine Finanzmarktkrise kaschieren.“ (Der Spiegel, 5/2009)

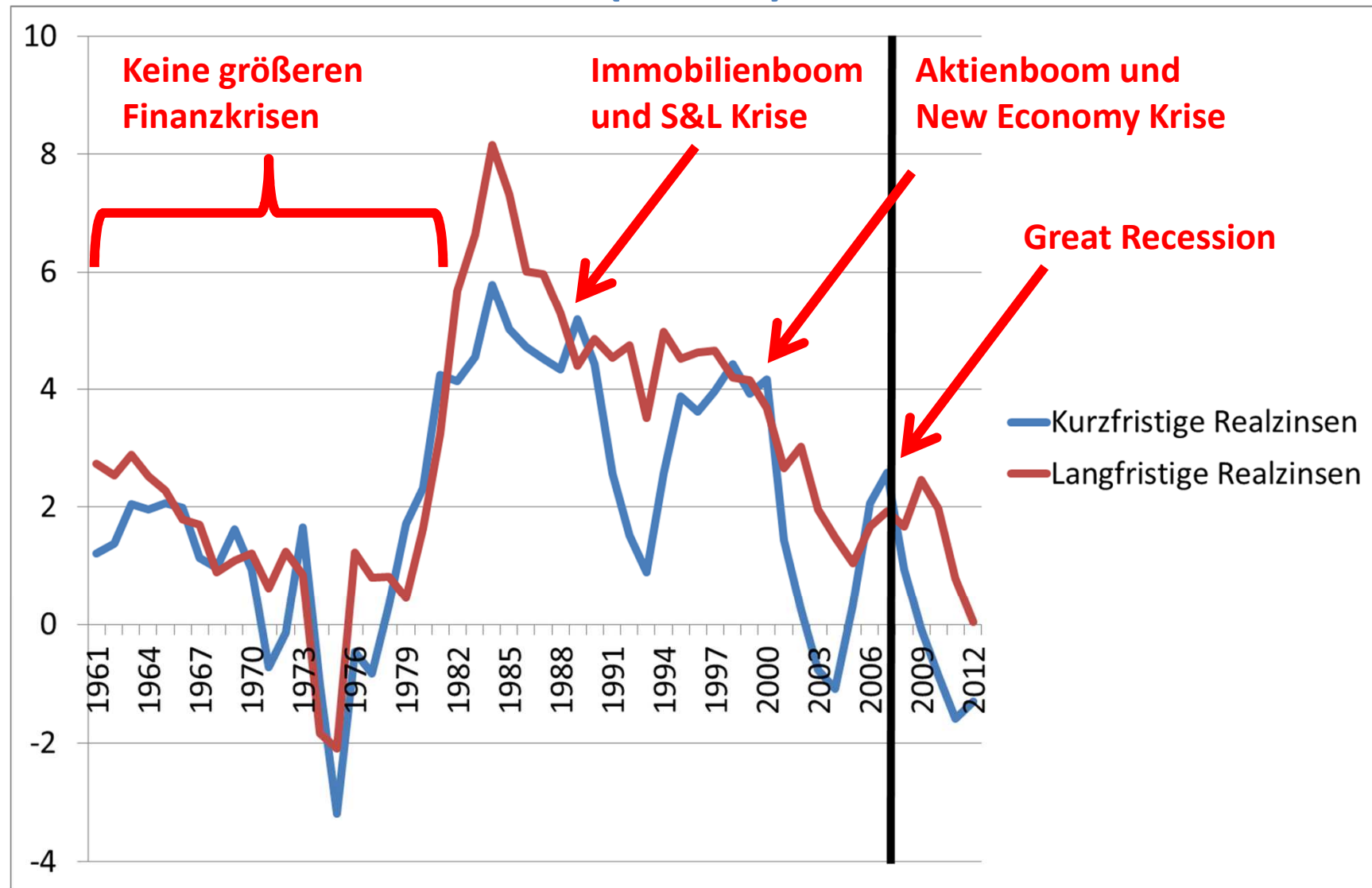
Alternative Krisenerklärungen – Gliederung

1. Individuelles Versagen von Managern
- 2. Staatsversagen: Zinspolitik der Fed**
3. Systemisches Versagen der Finanzmärkte:
Die Krise als Minsky-Moment
4. Steigende Ungleichheit als Krisenursache

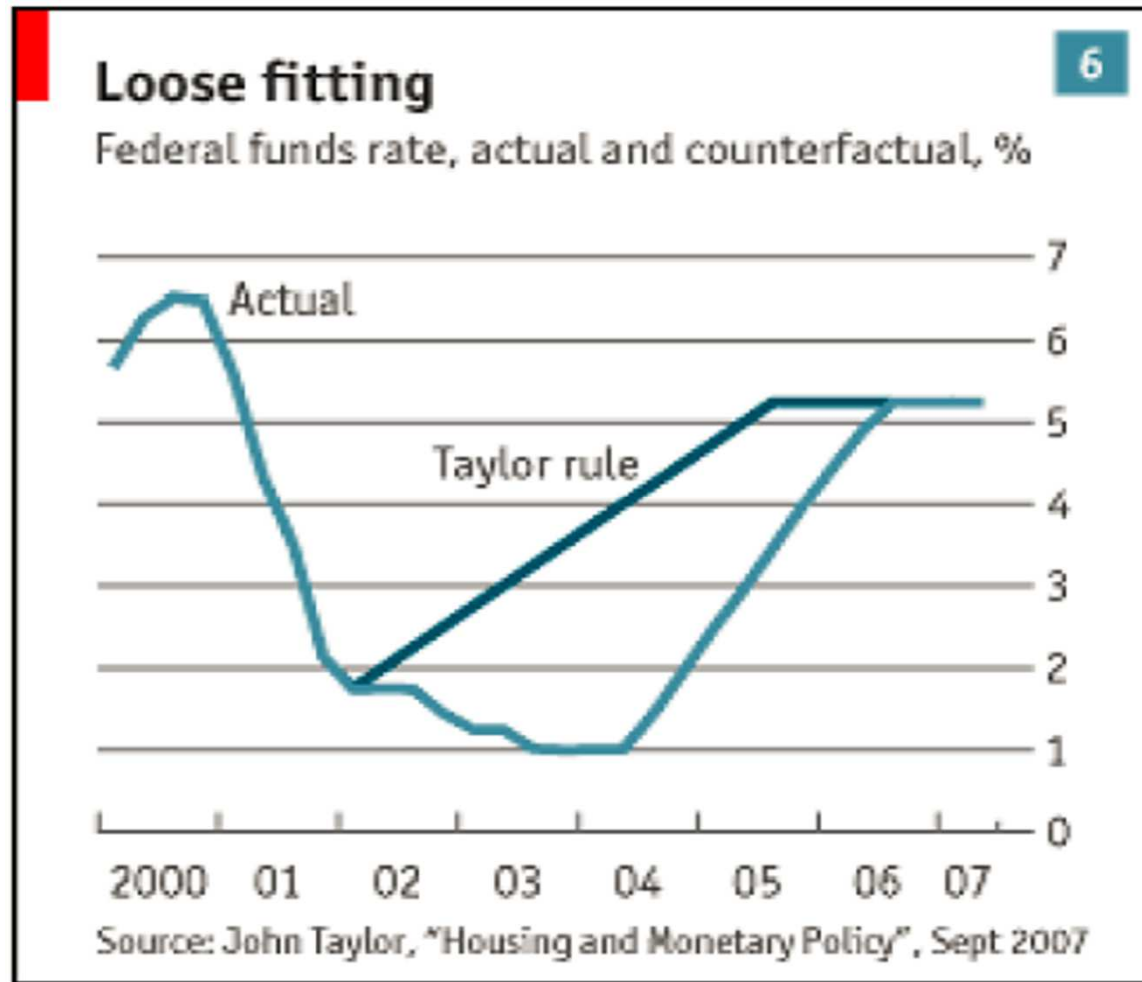
Stefan Homburg im Januar 2009

- „Finanzkrisen folgen regelmäßig auf Phasen mit sehr niedrigen Zinsen. Niedrige Zinsen machen leichtsinnig.“(Der Spiegel, 5/2009)

Zusammenhang Zinsen – Finanzkrisen? (USA)

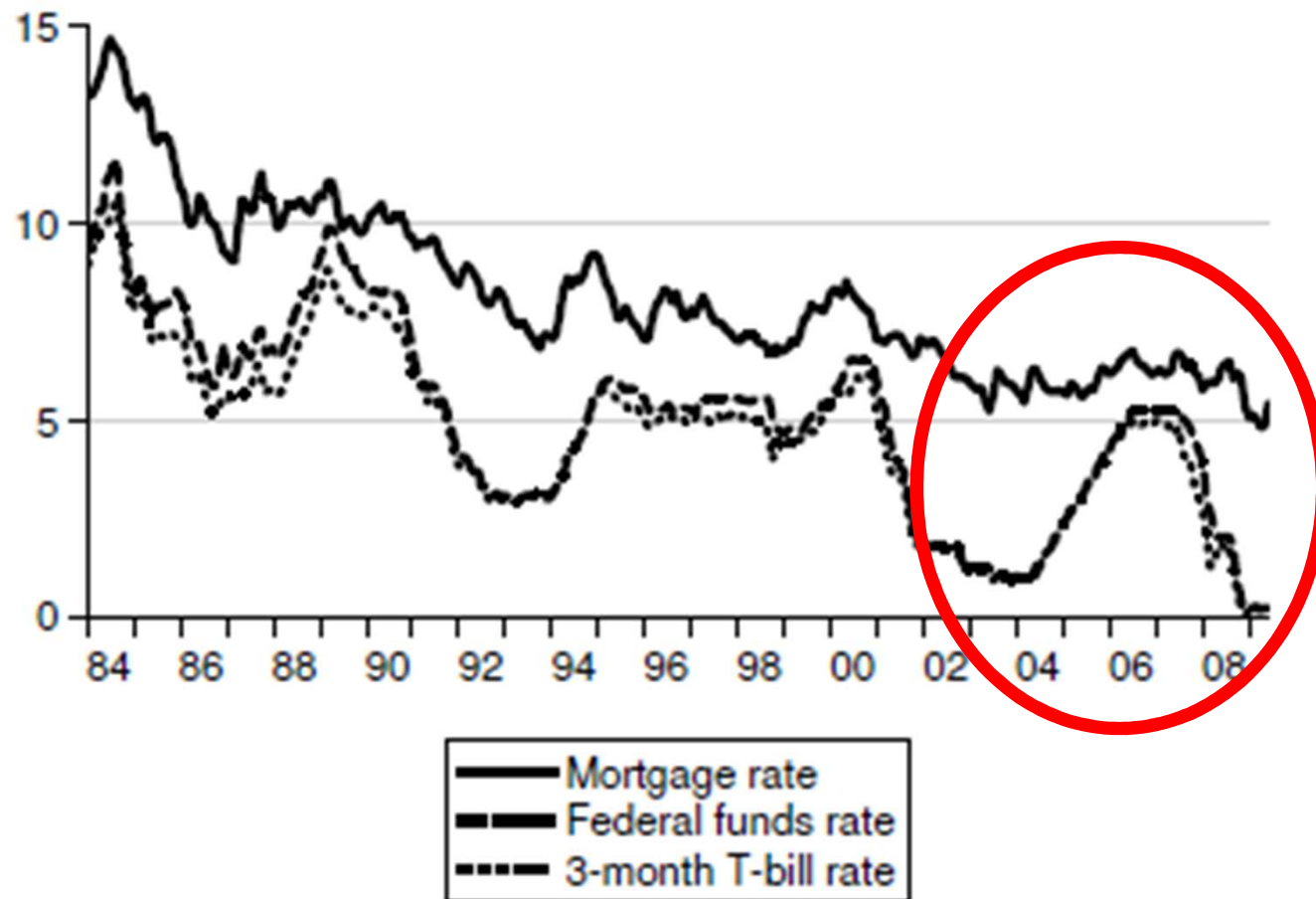


John Taylor kritisiert zu niedrige Zentralbank-Zinsen in 2002-2005



Quelle: The Economist, 18.10.2007

Zusammenhang Zentralbankzins – Hypothekenzins?



Alternative Krisenerklärungen – Gliederung

1. Individuelles Versagen von Managern
2. Staatsversagen: Zinspolitik der Fed
- 3. Systemisches Versagen der Finanzmärkte:
Die Krise als Minsky-Moment**
4. Steigende Ungleichheit als Krisenursache

Ein Minsky-Moment?

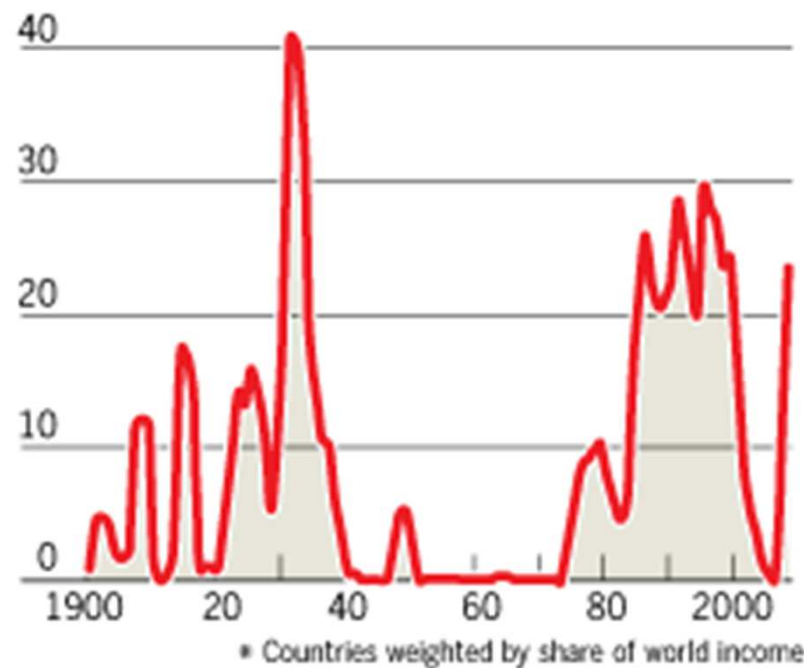
- „Minskys Krisentheorie sieht so aus: In langen Zeiten wirtschaftlichen Wachstums verlieren Banken, Unternehmen und Konsumenten das Gefühl für Risiko und beginnen, von der Gier nach immer höheren Gewinnen getrieben, sich immer mehr in gewagte Finanzierungen zu stürzen. Unterstützt wird diese Neigung nicht nur durch einen Herdentrieb, sondern auch durch den unerbittlichen Wettbewerb zwischen den Banken, der zur Erfindung neuer Finanzprodukte beiträgt und zu Versuchen der Banken, herrschende Regulierungen zu umgehen.“ (FAZ, 18.9.2007)

Finanzkrisen weltweit und Verschuldung in den USA seit 1900

The era of liberalisation contained the seeds of its own downfall - financial crises and an explosion in debt have given way to a deep global recession

Proportion of countries with banking crises* Total US debt as % of GDP

% of countries (1900-2008)



Quelle: Financial Times, 8.3.2009

Ein Minsky-Moment?

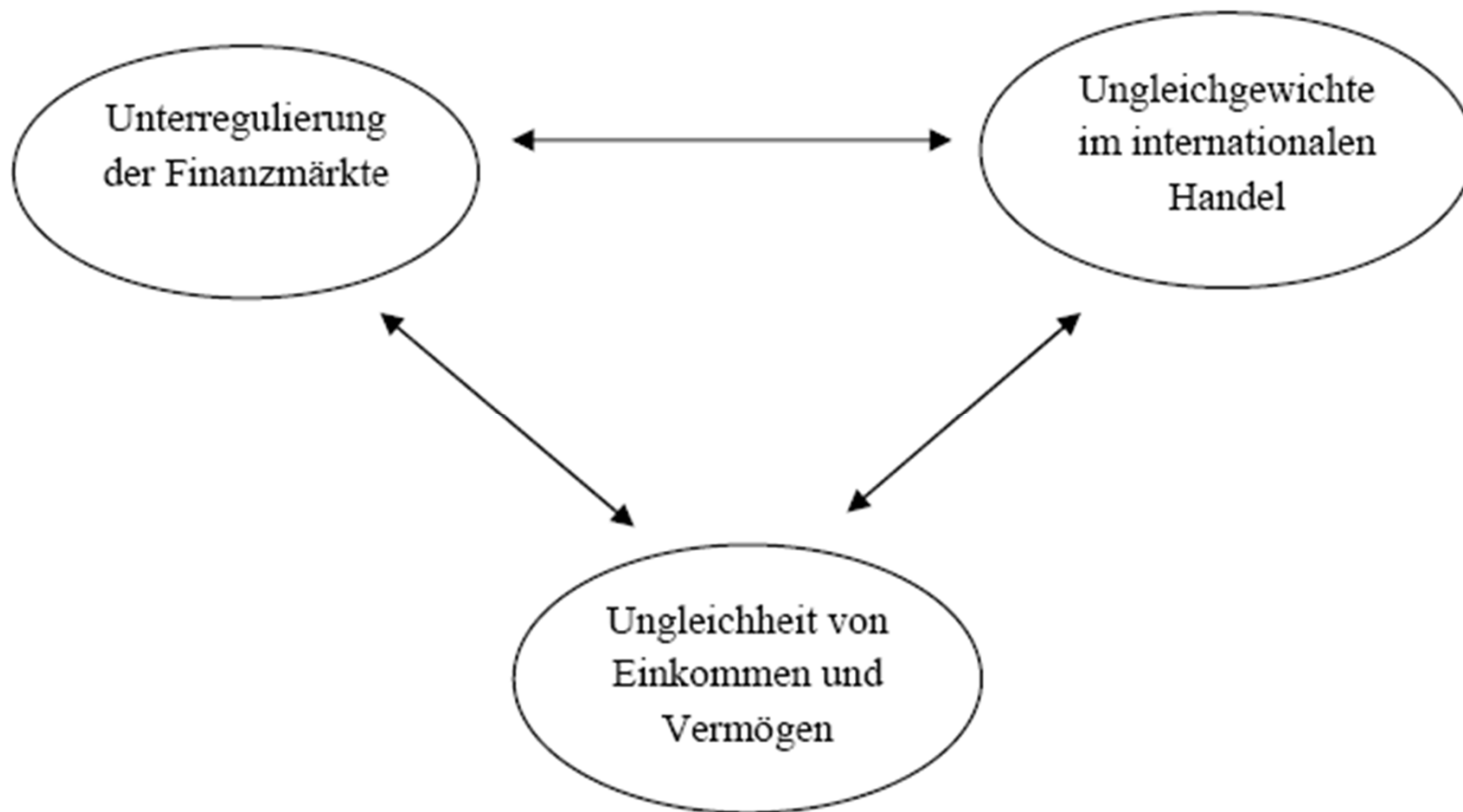
- Sind Minsky-Momente unausweichlich?
- Warum gab es zwischen 1950 und 1980 keinen Minsky-Moment?
- Warum war die private Kreditexpansion seit 1980 in den angelsächsischen Ländern so stark, und z.B. in Deutschland so schwach?
- Minskys Hauptaugenmerk galt dem Unternehmenssektor, nicht den privaten Haushalten
- Rolle der Einkommensverteilung?

Alternative Krisenerklärungen – Gliederung

1. Individuelles Versagen von Managern
2. Staatsversagen: Zinspolitik der Fed
3. Systemisches Versagen der Finanzmärkte:
Die Krise als Minsky-Moment
4. **Steigende Ungleichheit als Krisenursache**

Die „drei Us“

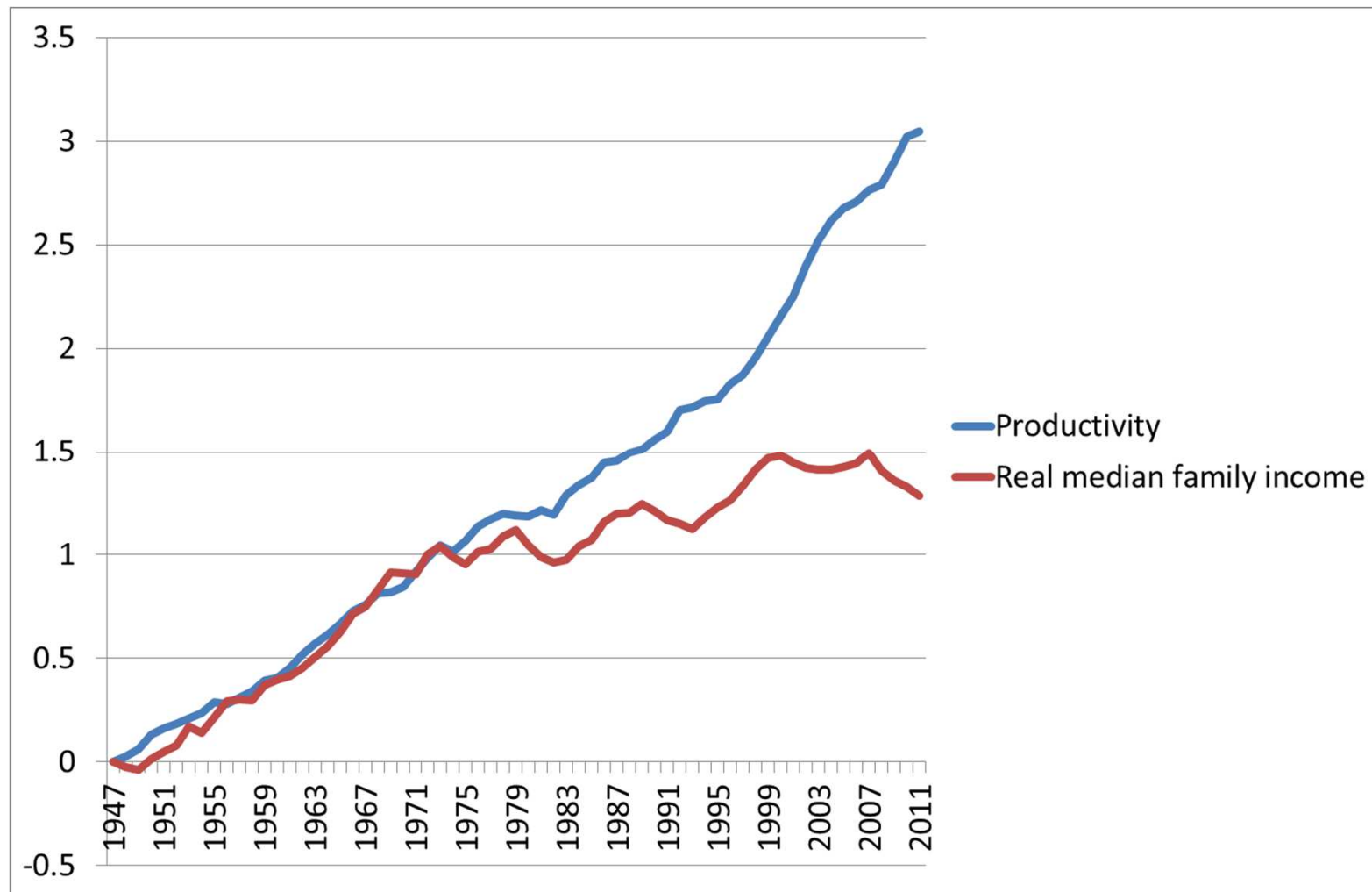
(Horn/van Treeck 2011)



Ungleichheit und makroökonomische Instabilität?

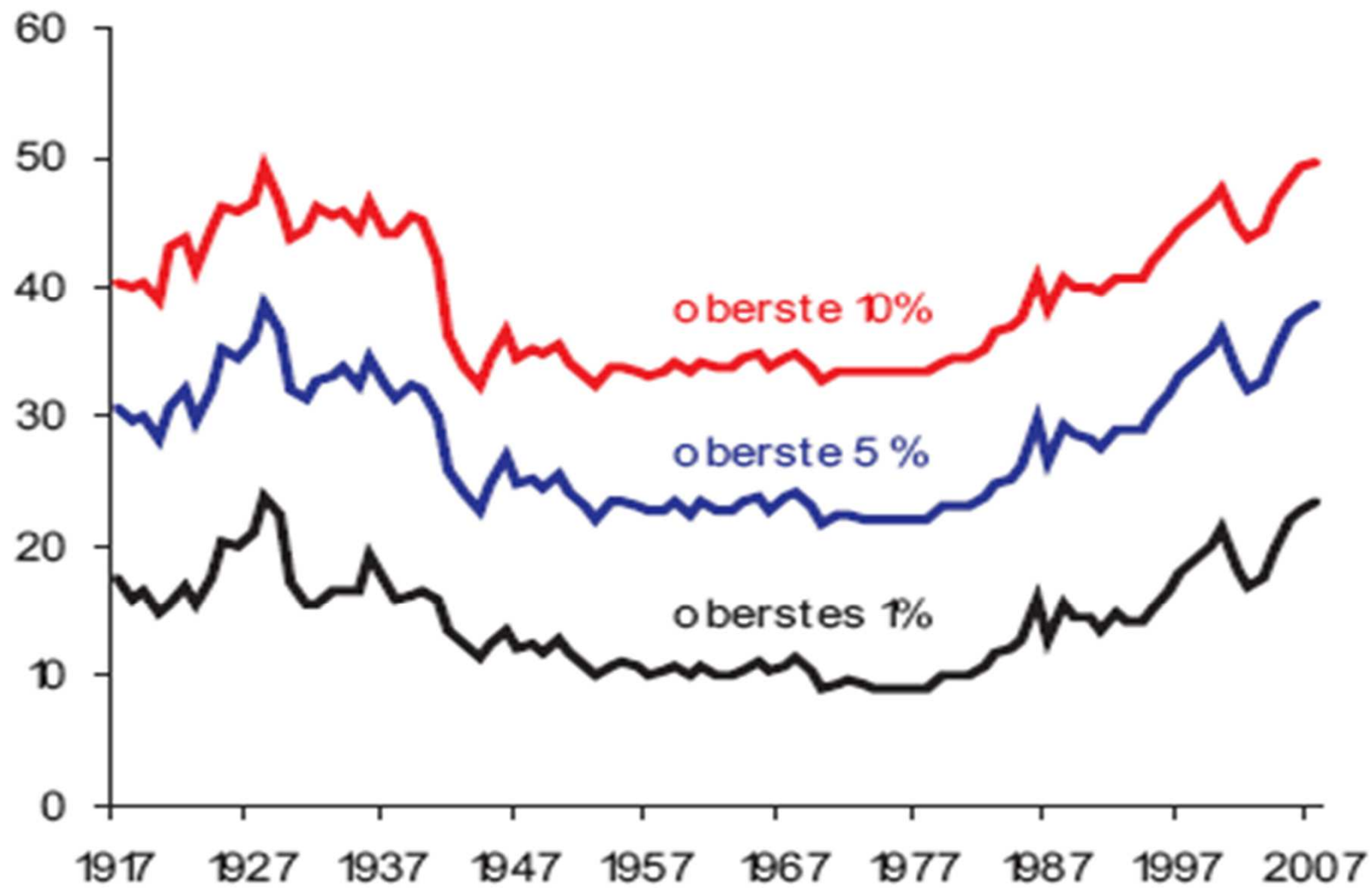
- $Y = C + I + G + (X - M)$
- $Y = Y^{HH} + Y^F + Y^{St}$
- Wenn die Einkommen für die Masse der Haushalte langsamer steigen als das gesamte Güterangebot Y , dann kann eine Kompensation auf der Nachfrageseite erfolgen über
 - Private Investitionen ☹️
 - Staatsausgaben ☹️
 - Konsum der reichen Haushalte ☹️
 - Fallende Sparquote, kreditfinanzierten privaten Konsum der unteren Einkommensgruppen (z.B. USA, VK)
 - Nettoexporte (z.B. China, Deutschland)

US-Mittelschicht fällt seit frühen 1980er Jahren zurück

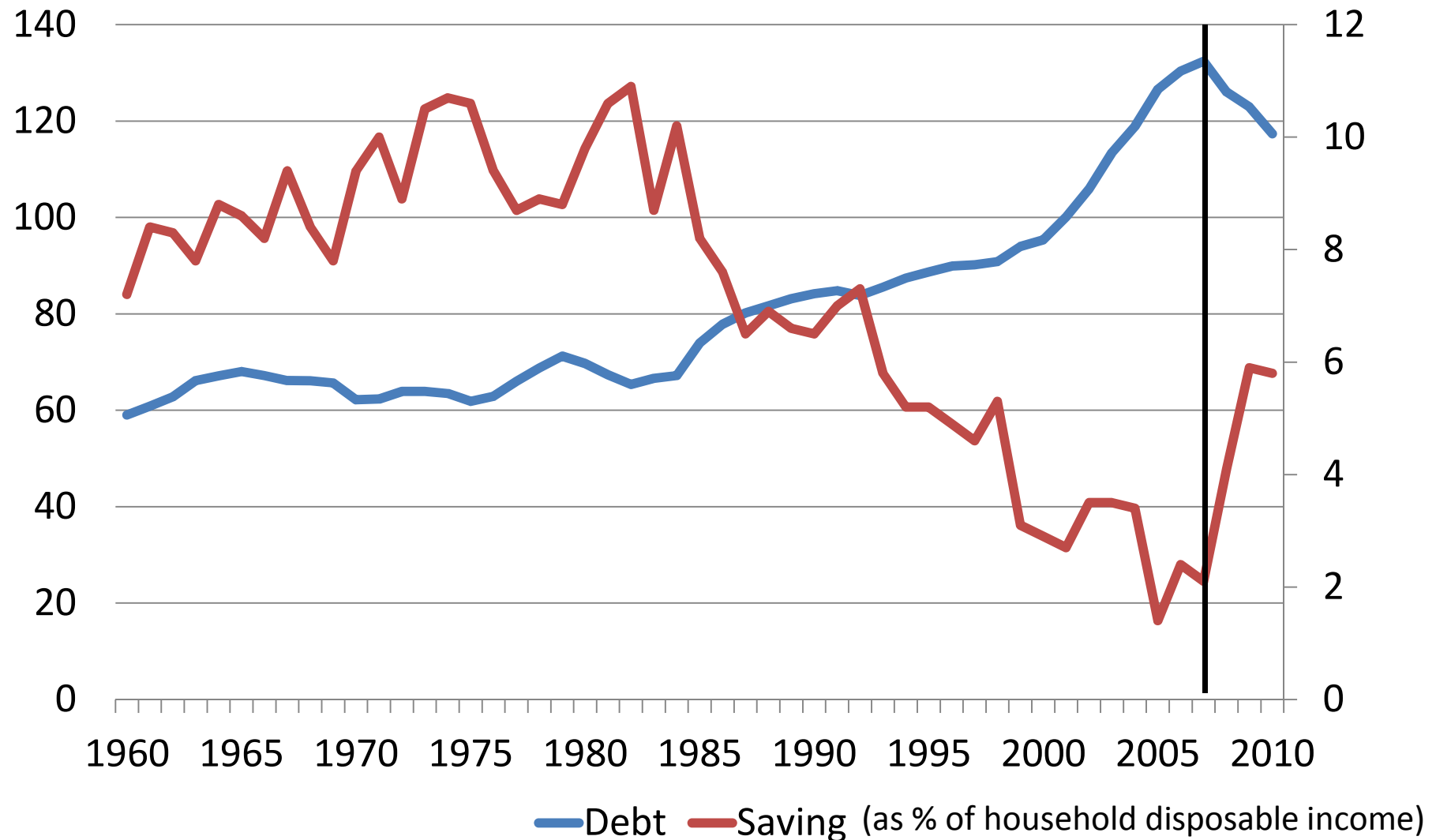


Quelle: State of Working America

Top income shares, USA

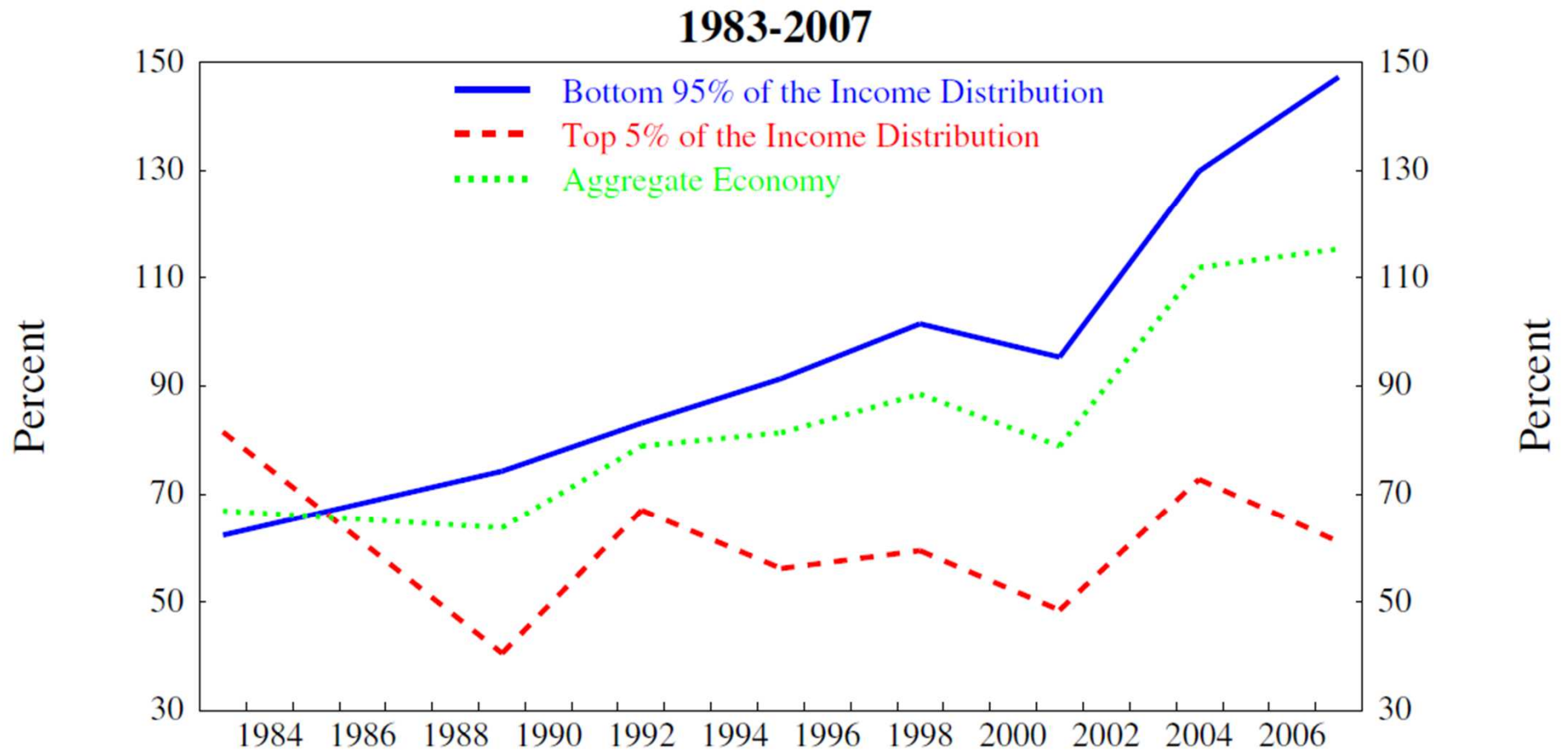


USA: (Kreditfinanzierter) Konsum als Hauptnachfragequelle bei steigender Ungleichheit



USA: Steigende Leverage nur bei unteren 95%

Figure 2. Debt-to-Income Ratios by Income Group



Quelle: Kumhof et al. (2013)

Rajans (2010) politökonomische Erklärung

- “[T]he political response to rising inequality – whether carefully planned or an unpremeditated reaction to constituent demands – was to expand lending to households, especially low-income ones. The benefits – growing consumption and more jobs – were immediate, whereas paying the inevitable bill could be postponed into the future.” (Rajan, 2010, S. 9)

Seltsame Debatte zur Rajan-Hypothese in USA

- Rajan-Hypothese als “Republican narrative”:
 - “the poor caused the crisis” (Johnson, 2011)
 - Kreditförderung bei einkommensschwachen Haushalten als Staatsversagen (FCIC, 2011)
- Rajan-Hypothese als “Gattopardo Economics”?
 - „...according to Rajan, income inequality ... has no larger implications for aggregate demand and for macroeconomic functioning. That reduces inequality’s role to a political one whereby it prompts interventions that ultimately prove destabilizing.” (Palley, 2013, S. 11)
 - Aber: Rajan-Hypothese bedeutet grundsätzliche Kritik an Standard-Makro-Modellen, insb. Konsumtheorie

(Abenteuerliche) Erklärungsversuche zur steigenden Haushaltsverschuldung auf Basis der Permanenten Einkommenshypothese (vor der Krise)

- Greenspan-Krueger-Perri-Hypothese: Steigende Haushaltsverschuldung Ergebnis steigender Einkommensinstabilität, nicht steigender Ungleichheit der permanenten Einkommen
- “(R)esearch by economists Dirk Krueger and Fabrizio Perri has shown that big increases in the dispersion of income have not translated into equivalent increases in consumption inequality. In other words, most Americans are able to use savings and borrowing to maintain stable living standards even in the face of economic ups and downs.” (Wall Street Journal, 21/09/2006)

Konsumungleichheit steigt weniger als Einkommensungleichheit (Krueger/Perri, 2006)

170

REVIEW OF ECONOMIC STUDIES

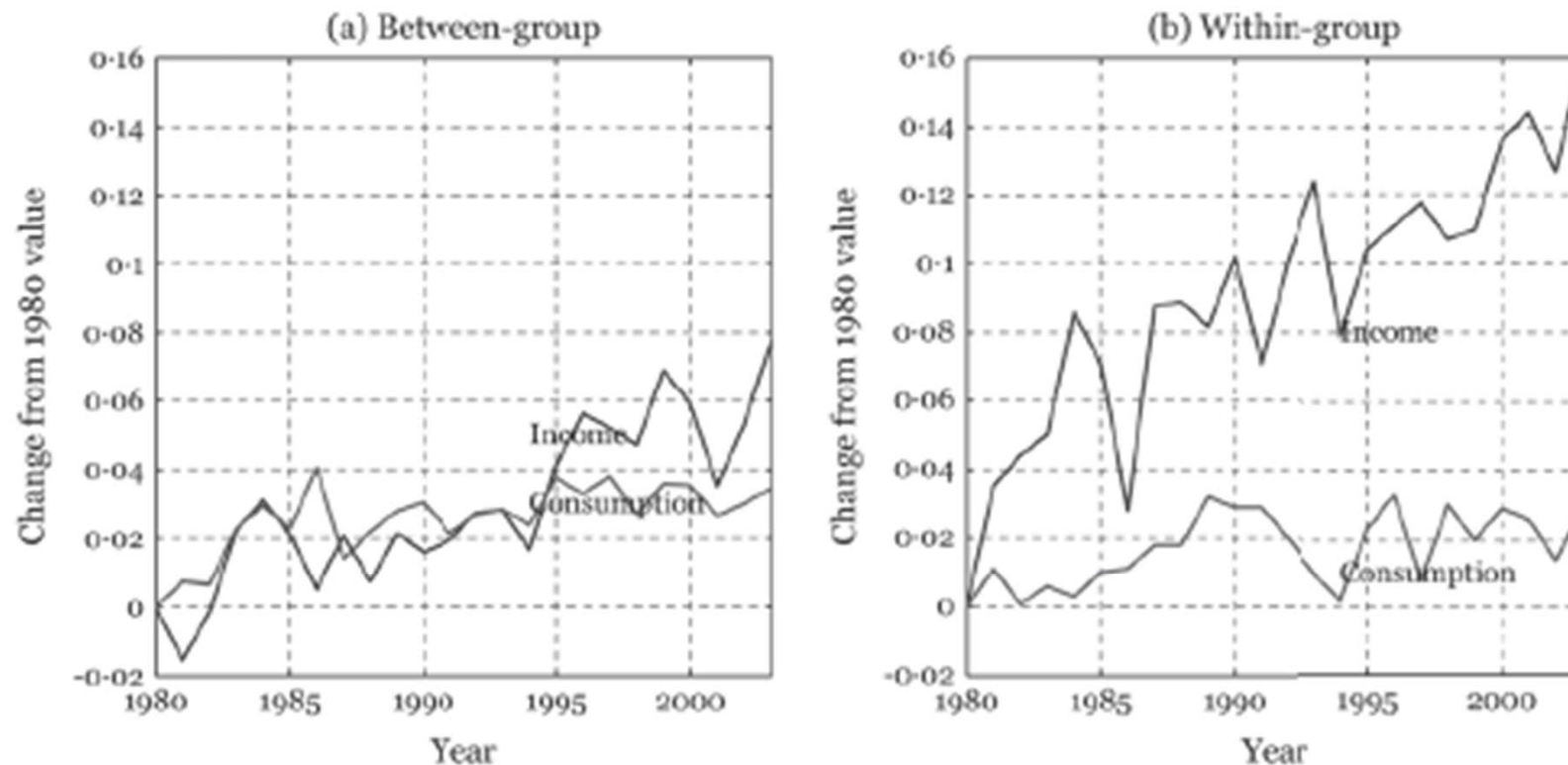


FIGURE 2

Changes in between- and within-group income and consumption inequality

Steigende Ungleichheit und Verschuldung der privaten Haushalte

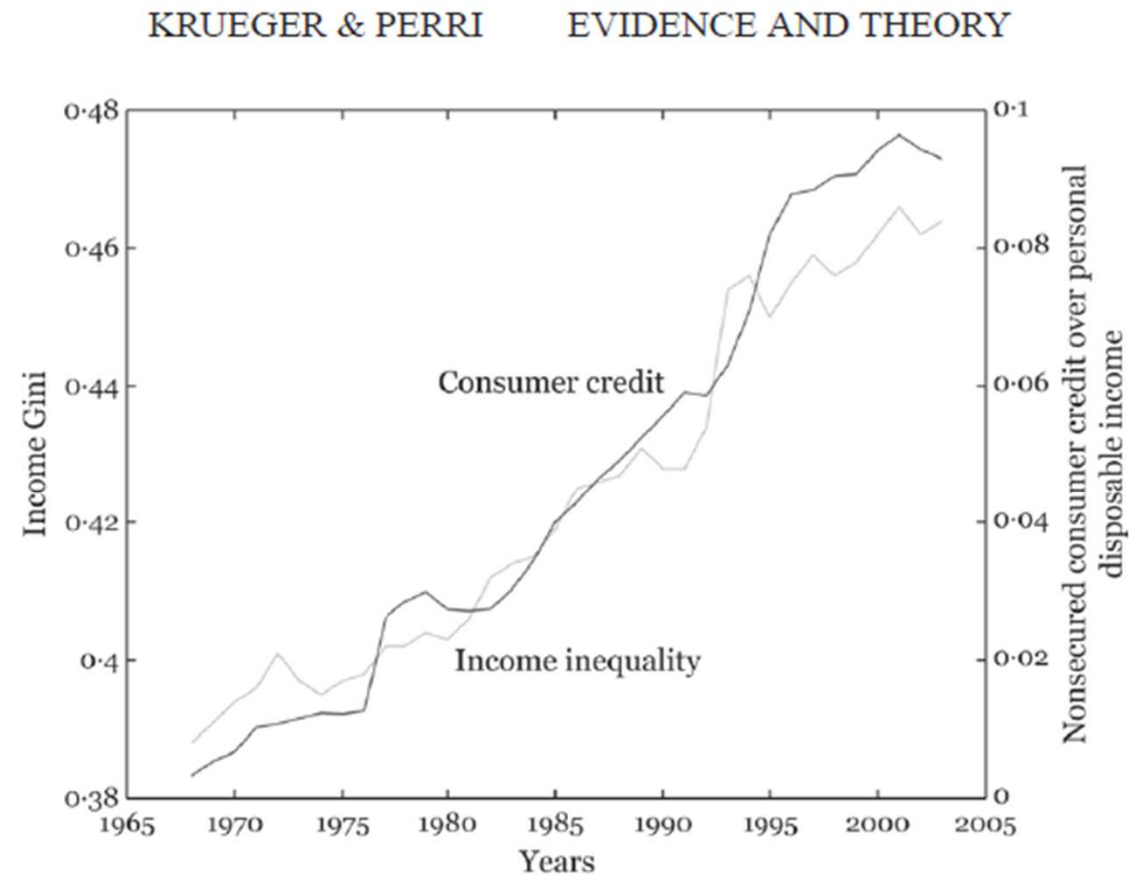


FIGURE 6
Income inequality and consumer credit

Quelle: Krueger/Perri (2006)

Steigende Haushaltsverschuldung als effiziente Reaktion auf instabilere Einkommen?

- “Combining this figure with our consumption inequality observations may suggest that consumers could, and in fact did, make stronger use of credit markets exactly when they needed to (starting in the mid-1970’s), in order to insulate consumption from bigger income fluctuations.”

(Krueger/Perri, 2006, S. 187)

Keynesianische Krisenerklärung: Palley (2002)

- “[T]he U.S. economy confronts deeper seated problems concerning the aggregate demand generation process. For two decades, these problems have been obscured by a range of demand compensation mechanisms – rising consumer debt, a stock market boom, and rising profit rates. Now, these mechanisms are exhausted. [...] exits from this impasse [...] must be accompanied by measures rectifying the income distribution imbalances at the root of the problem. Absent this, deficient demand will reassert itself.” (Palley, 2002, p. 9)

Keynesianische Krisenerklärung: Fitoussi/Stiglitz (2009)

- In den USA wurde die steigende Ungleichheit nachfrageseitig kompensiert:
 - Zugang zu Krediten selbst für einkommensschwache Haushalte auf deregulierten Finanzmärkten
 - Niedrige Zinsen
 - Expansive Fiskalpolitik
- In europäischen Ländern (z.B. Deutschland) kam es institutionell bedingt zu keiner solchen Kompensation steigender Ungleichheit
- „Thus, the combination of structural disequilibria that goes by the name of global imbalances resulted in a fragile equilibrium that temporarily solved the aggregate demand problem on a global scale at the expense of future growth.“ (Fitoussi/Stiglitz, 2009)

DSGE-Modell mit Ungleichheit: Kumhof et al. (2012)

- DSGE Modell mit zwei Agententypen: Investoren (obere 5%) und Arbeiter (untere 95%)
- Investoren ziehen Nutzen aus Vermögen (“Wealth in the utility function”) und präferieren Finanzvermögen ggü. Realvermögen bei steigendem Einkommen
- In Ländern mit entwickeltem Finanzmarkt (z.B. USA, VK) führt steigende Ungleichheit zu höherer Verschuldung der Arbeiter und zu Leistungsbilanzdefiziten
- In Entwicklungsländern (z.B. China) haben Arbeiter keinen Zugang zum Kreditmarkt, und steigende Ungleichheit führt zu Kapitalexporten und Leistungsbilanzüberschüssen

Relative Einkommenshypothese, Ausgabenkaskaden: Robert H. Frank; INET Projekt am IMK

- Positionale Externalitäten im Konsum
- Konsumnachfrage von Haushalt i , C_i , hängt ab von
 - seinem eigenem Einkommen, Y_i (+)
 - dem Konsum der Haushalte mit marginal höherem Einkommen, C_{i+1} (+)
- $C_N = kY_N$ für $i = N$
- $C_i = \alpha kY_i + (1 - \alpha)C_{i+1}$ für $i = 1, \dots, N-1$; $0 < \alpha < 1$
- Stärke der Ausgabenkaskaden je nach Land unterschiedlich:
 - spezifische Entwicklung der Ungleichheit
 - Institutionelles Umfeld (α)

Ungleichheit als Ursache für die Große Depression nach 1929

- “...mass production has to be accompanied by mass consumption... . But by taking purchasing power out of the hands of mass consumers, ...as in a poker game where the chips were concentrated in fewer and fewer hands, the other fellows could stay in the game only by borrowing. When their credit ran out, the game stopped. ... This then, was my reading of what brought on the depression” (Eccles 1951)

(Marriner S. Eccles, Vorsitzender der Federal Reserve, 1934-48)

Schlussfolgerungen

- Enttäuschung von Studierenden und PolitikerInnen über ökonomische Lehre und Politikberatung im Zusammenhang mit Finanzkrise verständlich
- Zentrale Rolle steigender Ungleichheit für Erklärung der Krise
- Auch aktuelle Debatte um “secular stagnation” im Kontext der hohen Ungleichheit zu sehen
- Annäherung zwischen “Mainstream” und “heterodoxer” Ökonomik unter dieser Bedingung möglich und sinnvoll

Vielen Dank!



International
Labour
Office
Geneva



Income inequality as a cause of the Great Recession? A survey of current debates

Till van Treeck
Simon Sturn

CONDITIONS OF WORK AND EMPLOYMENT SERIES No. 39

TRAVAIL

JOURNAL OF
ECONOMIC
SURVEYS

doi: 10.1111/joes.12028

DID INEQUALITY CAUSE THE U.S. FINANCIAL CRISIS?

Till van Treeck*

Macroeconomic Policy Institute (IMK) and University of Duisburg-Essen

Abstract. In his widely discussed book 'Fault Lines' (2010), Raghuram Rajan argues that many low and middle income consumers have reduced their saving and increased debt since income inequality started to soar in the United States in the early 1980s. This has temporarily kept private consumption and employment high, but it also contributed to the creation of a credit bubble. This surge in household indebtedness turned out to be unsustainable in the financial crisis starting in 2007. Although Rajan and others emphasize the role of government in promoting credit to those households with declining relative (permanent) incomes, other strands of the literature have focused more explicitly on the implications of rising inequality for aggregate demand and households' demand for credit. These differences in emphasis may explain why the literature on the inequality-crisis nexus appears somewhat disparate, even though the various strands are far from mutually exclusive but rather complement each other. We therefore place the 'Rajan hypothesis' in the context of competing theories of consumption, and survey the empirical literature on the effects of inequality on household behaviour. We conclude that the empirical evidence calls for a renaissance of the relative income hypothesis of consumption.

Keywords. Consumption theory; Great Recession; Household debt; Income inequality

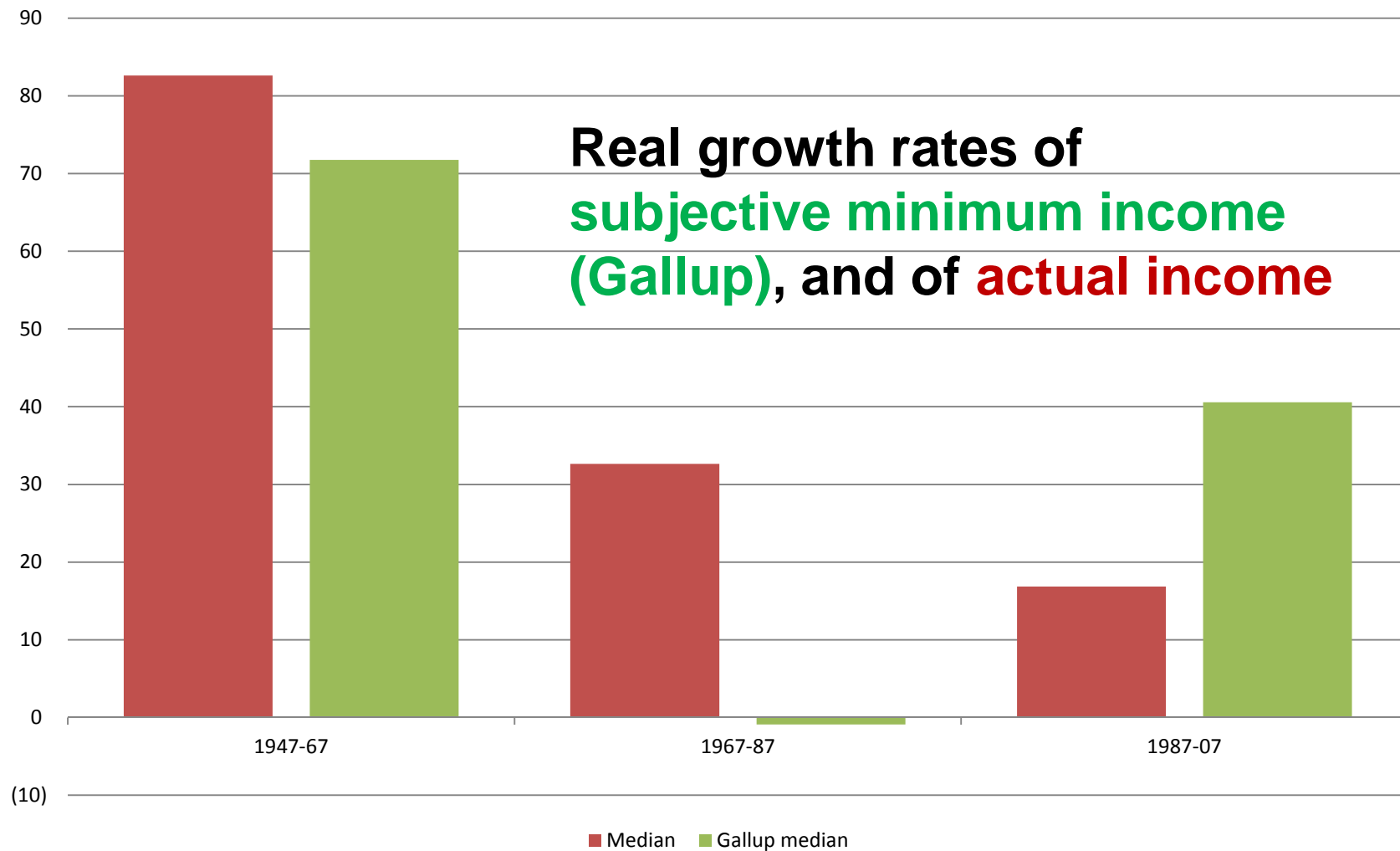
1. Introduction

As noted by *The Economist* (22 January 2011, p. 11), '[s]everal prominent economists now reckon that inequality was a root cause of the financial crisis'. Indeed, in recent years there has been a proliferation of analyses supporting this view, by authors with very different backgrounds. These contributions include a number of popular books (e.g. Rajan, 2010; Reich, 2010; Galbraith, 2012; Palley, 2012; Stiglitz, 2012a), policy-oriented papers (e.g. UN Commission of Experts, 2012; Fitoussi and Stiglitz, 2009; IMF-ILO, 2010) and opinion editorials (e.g. Milanovic, 2009; Wade, 2010; Roubini, 2011). But there is also a nascent body of more formal academic literature, which has critically assessed the link between inequality and crisis theoretically and empirically (e.g. Atkinson and Morelli, 2010, 2011; Kumhof and Rancière, 2010; Kumhof *et al.*, 2012; Lucchino and Morelli, 2012; Stiglitz, 2012b; Bordo and Meissner, forthcoming).

Much of the impetus for the current debate stems from Raghuram Rajan's widely discussed book 'Fault Lines' (2010). Rajan argues that low and middle income consumers have reduced their saving and increased debt since income inequality started to soar in the United States in the early 1980s. This has temporarily kept private consumption and employment high, but it also contributed to the creation of a credit bubble. With the downturn in the housing market and the sub-prime mortgage crisis starting in 2007, the overindebtedness of U.S. households became apparent and the debt-financed private demand and expansion came to an end in the 'Great Recession' of 2008/9. In Rajan's view, a large portion of the blame

*Email: till-van-treeck@boeckler.de. I am grateful to Simon Sturn for many inspiring discussions. I would also like to thank two anonymous referees for very helpful comments and suggestions. All errors are mine.

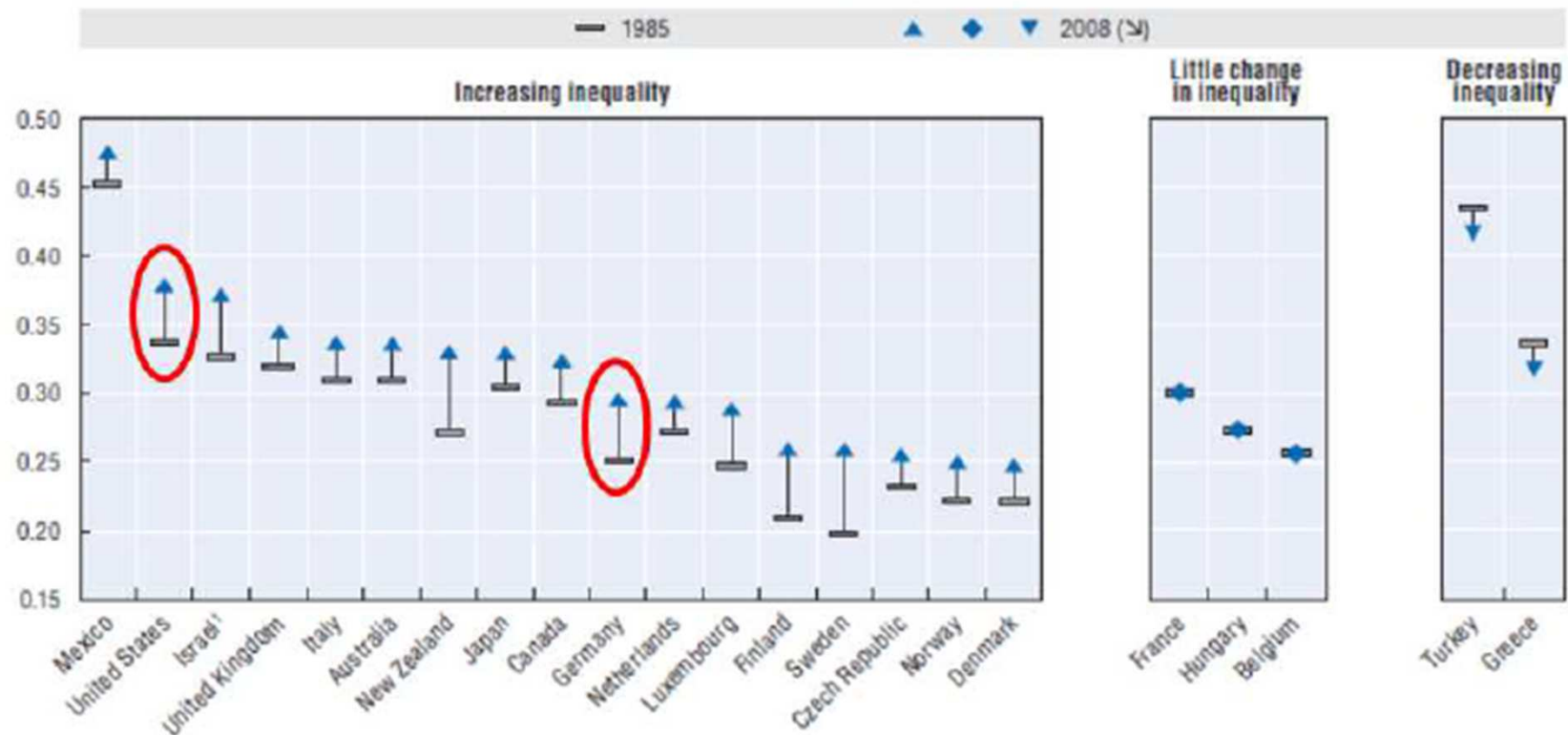
Gallup-Umfrage (USA): “What is the smallest amount of yearly income a family of four would need to get along in your local community?”



Ähnlicher Anstieg des Gini-Koeffizienten der verfügbaren Haushaltseinkommen in USA und Deutschland

Figure 1. Income inequality increased in most, but not all OECD countries

Gini coefficients of income inequality, mid-1980s and late 2000s

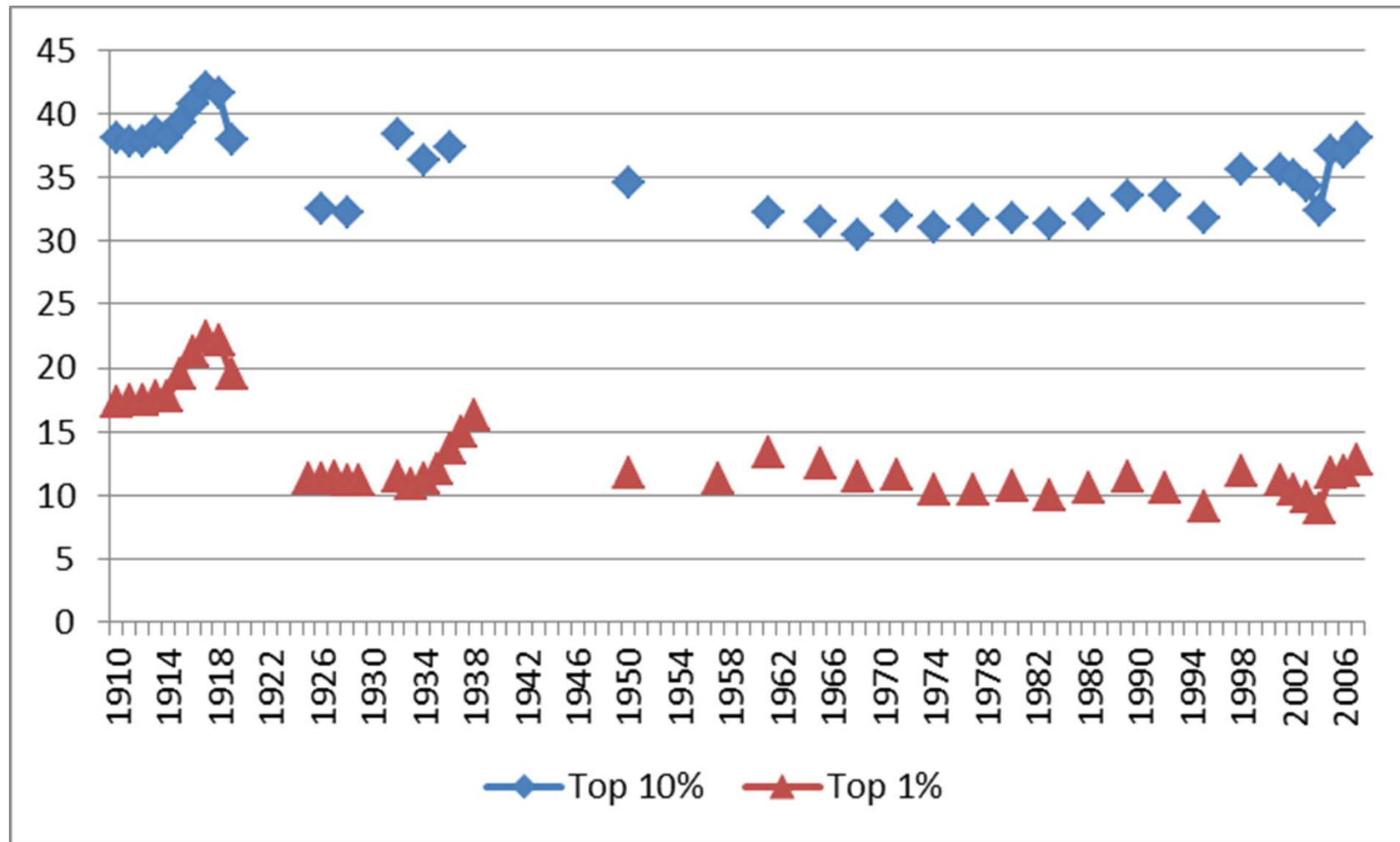


Note: For data years see Table 1. "Little change" in inequality refers to changes of less than 2 percentage points.

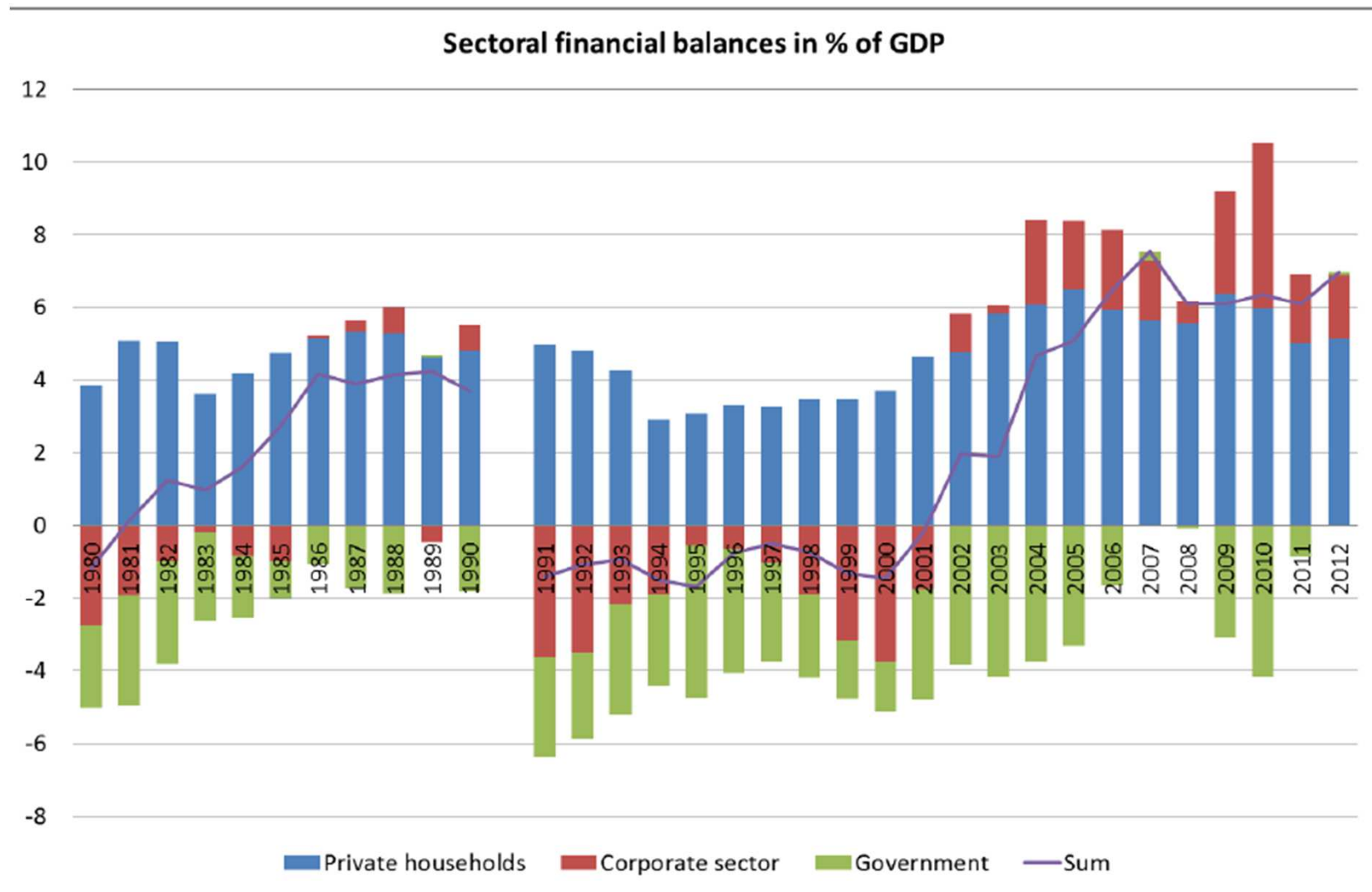
1. Information on data for Israel: <http://dx.doi.org/10.1787/888932315602>.

Source: OECD Database on Household Income Distribution and Poverty.

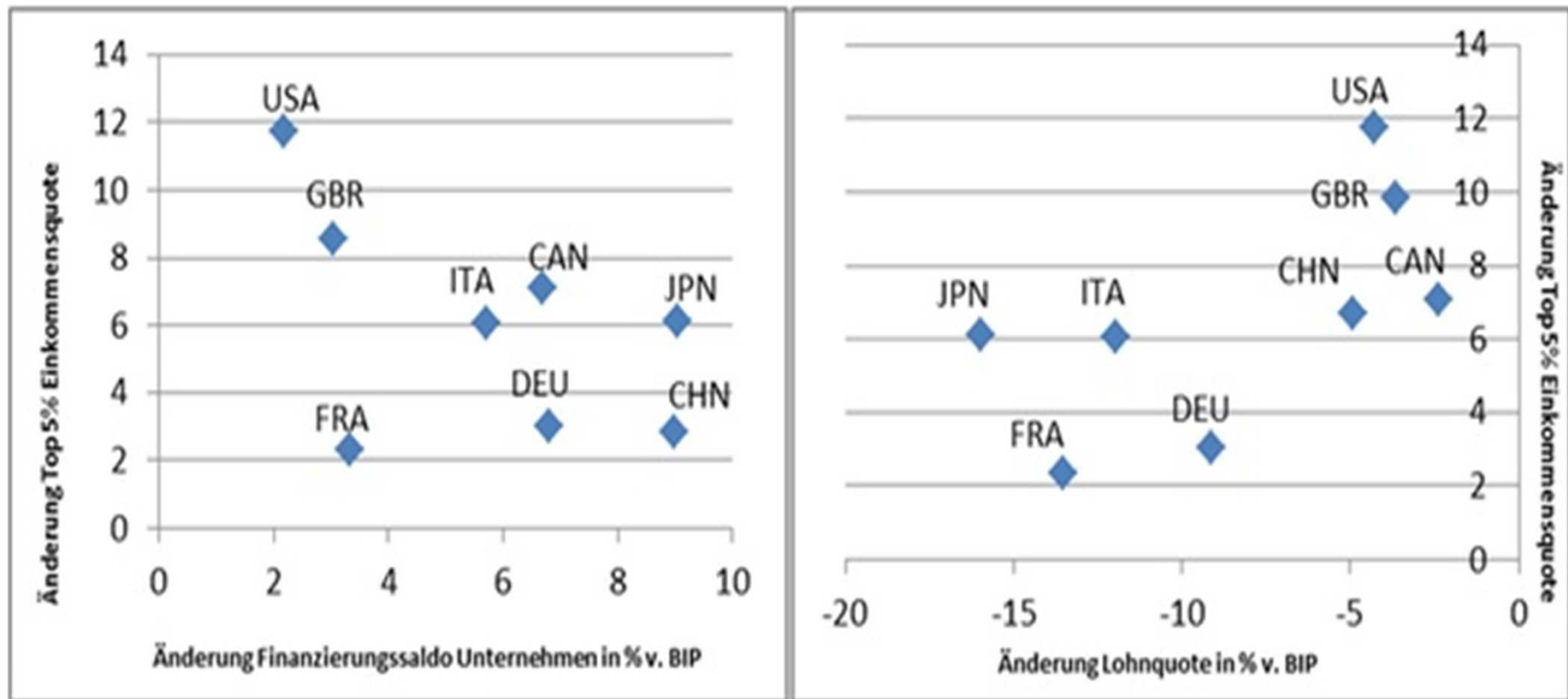
Kaum Anstieg der Top income shares in Deutschland



Deutschland: Keine nennenswerten Ausgabenkaskaden, sondern strukturell hohe Unternehmenssparnis seit frühen 2000ern



Länderspezifische Ausprägungen steigender Ungleichheit



Veränderungen jeweils für Zeitraum
Mitte 1980er bis Mitte 2000er Jahre

Behringer/van Treeck
(2013): Income
distribution and the
current account: a
sectoral perspective

Regressor	No cross-sectional demeaning			
	(3.1)	(3.2)	(3.3)	(3.4)
	CA	CA	CA	CA
Net foreign assets (% of GDP)	0.073*** (0.010)	0.070*** (0.010)	0.070*** (0.010)	0.077*** (0.010)
Fiscal balance (% of GDP)	0.299*** (0.083)	0.276*** (0.080)	0.380*** (0.085)	0.274*** (0.090)
Relative per capita income	3.273** (1.596)	2.761* (1.662)	0.684 (1.512)	-1.122 (1.826)
Old-age dependency ratio	-0.320*** (0.077)	-0.360*** (0.079)	-0.383*** (0.076)	-0.366*** (0.079)
Population growth	-2.797*** (0.751)	-2.653*** (0.749)	-3.446*** (0.738)	-2.739*** (0.750)
Private credit (% of GDP)	-0.011* (0.007)	-0.010 (0.007)	-0.009 (0.007)	-0.016** (0.007)
Corporate balance (% of GDP)	0.382*** (0.089)	0.430*** (0.085)	0.386*** (0.077)	0.408*** (0.080)
Top 1% income share	-0.388*** (0.101)			
Top 5% income share		-0.279*** (0.065)		
Top 10% income share			-0.194*** (0.056)	
Gini coefficient				-0.166*** (0.052)
Constant	9.910*** (1.983)	12.907*** (2.091)	16.953*** (2.395)	16.042*** (2.810)
Adjusted R^2	0.690	0.707	0.717	0.677
Countries	20	20	20	20
Observations	121	119	118	125

Marriner Eccles zur Rolle der Ungleichheit für die Depression nach 1929

- “...mass production has to be accompanied by mass consumption... . But by taking purchasing power out of the hands of mass consumers, ...as in a poker game where the chips were concentrated in fewer and fewer hands, the other fellows could stay in the game only by borrowing. When their credit ran out, the game stopped. ... That is what happened to us in the 1920s. We sustained high levels of employment in that period with the aid of an exceptional expansion of debt outside of the banking system. ... The stimulation to spending by debt-creation of this sort was short-lived and could not be counted on to sustain high levels of employment for long periods of time. ... This then, was my reading of what brought on the depression” (Eccles 1951)
(Marriner S. Eccles, Chairman of the Federal Reserve, 1934-48)

Eric Hobsbawm zur Rolle der Ungleichheit für die Depression nach 1929

- „What was happening, as often happens in free market booms, was that, with wages lagging, profits rose disproportionately and the prosperous got a larger slice of the national cake. ... When the collapse came, it was of course all the more drastic in the U.S.A. because in fact a lagging expansion of demand had been beefed up by means of an enormous expansion of consumer credit. (Readers who remember the later 1980s may find themselves on familiar territory.) ... Banks, ..., loaded with bad debts, refused new housing loans or to refinance existing ones.“ (Hobsbawm 1994)