

# Gerald Braunberger: Von Schumpeter zu Shin

Über die Dynamik internationaler Finanzmärkte.  
Eine Geschichte in drei Episoden

Vortrag an der Universität Wuppertal am 20. Mai 2014

# Erste Episode: Wende vom 19. zum 20. Jahrhundert

- Das Zeitalter der Banken

# Trends

- Industrialisierung erzeugt Veränderung der gesamten Lebenswelt.
- Erste Globalisierung.
- Entstehung großer Aktienbanken mit dem „Crédit Mobilier“ als Vorbild. Herausbildung der Zentralbanken. Bankenkrisen (Barings)
- Wachsendes Interesse an der Erforschung des „Kapitalismus“. Interdisziplinärer Ansatz.
- Keine spezielle Berücksichtigung der Banken in der allgemeinen VWL – weder bei Walras noch bei der Historischen Schule

# Der Ökonom

- **Joseph Schumpeter (1883 bis 1950)**
- "Kapitalismus ist jene Form privater Eigentumswirtschaft, in der Innovationen mittels geliehenen Geldes durchgeführt werden, was im Allgemeinen, wenn auch nicht mit logischer Notwendigkeit, Kreditschöpfung voraussetzt."

# Unternehmer und Banker

- Dynamisierung des Walras-Modells durch den innovativen Unternehmer
- Kreditschöpfung ist „monetäres Ergänzungsstück zur Einführung einer Innovation“
- Kreditschöpfung als „Anweisung“ auf künftiges BIP und nur als solche vertretbar

# Die Rolle der Bank (I)

- Innovative Unternehmer brauchen mutige Banken („Crédit Mobilier“)
- Banken dürfen Kreditschöpfung nur für reale Investitionen betreiben. Kreditschöpfung für Spekulationszwecke ist untersagt.
- Banken müssen vom Staat unabhängig handeln.
- Banken müssen Kunden auch privat kennen. („Unterhaltungen allgemeiner Art“).

# Die Rolle der Bank (II)

- „Die Antwort ist, dass alle Bankiers, die echte Bankiers sind, dieses Wissen haben und danach handeln.“ (Förderung der Expertise des Bankers Arbeitsteilung zwischen Banken – Commercial Banks und Merchant Banks)
- „... eine Arbeit, die intellektuelle und moralische Qualitäten erfordert, die nicht bei allen Leuten vorhanden ist, die das Bankfach einschlagen.“ (Die Eignung kann je nach Land unterschiedlich sein.)
- Schumpeters eigene Erfahrung: Als Vorstand der Biedermann-Bank in den frühen zwanziger Jahren in Wien gescheitert, weil er zu großzügig Kredit vergeben hat.

# Die Rolle der Bank (III)

- Schumpeter erkennt die Systemrelevanz der Banken im Unterschied zum innovativen Unternehmer.
- „Katastrophen“ werden meist von Banken ausgelöst
- Praxis ist damit oft weit von Theorie entfernt.



# Schumpeters Konjunkturtheorie

- Vier Phasen.
- Kreditschöpfung zerstört das Anfangsgleichgewicht . Es entstehen zunächst Wachstum und Inflation.
- Tendenz zu einem neuen Gleichgewicht nach Rezession und Deflation
- Überlagerung von Zyklen unterschiedlicher Laufzeiten (Langfristige Kondratieff-Zyklen, mittelfristige Juglar-Zyklen, kurzfristige Kitchin-Zyklen)

# Schumpeters Scheitern

- Fragwürdige Empirie. Banken finanzieren Innovationen eher nicht mit Krediten .
- Schwierige Formalisierung.
- Konkurrenz anderer monetärer Konjunkturtheorien (Wicksell, Keynes)
- Solitär. Keine Schulenburg (Beispiel: Paul Samuelson war Doktorand bei Schumpeter, wurde aber Keynesianer).
- Aghion/Howitt: Heute gibt es zwar eine Neo-Schumpeterianische Wachstumstheorie – Der Unternehmer ist noch da, aber der Banker ist verschwunden.

# Zweite Episode: Die Mitte des 20. Jahrhunderts

- Das Zeitalter der Finanzmärkte

# Trends

- Wachsende Geldvermögen vor allem in den Vereinigten Staaten
- „Finanzielle Repression“ in USA und GB in den fünfziger Jahren: Es lohnt sich, neben Anleihen auch Aktien zu halten.
- Wachsende Bedeutung der institutionellen Anleger
- Kombination von Anlagen (60/40-Modell: 60 Prozent Aktien und 40 Prozent Anleihen. Wird bei amerikanischen Großanlegern sehr beliebt.)
- Nicht zufällig entstehen in jener Zeit die Fundamente der modernen Finanztheorie wie die Portfoliotheorie (Markowitz)
- Aber Desinteresse des Mainstreams, der von Finanztheorie nichts wissen will: Weder in der Weiterentwicklung von Walras durch Arrow/Debreu noch im IS/LM-Modell gibt es gut ausgebaute Finanzmärkte

# Der Ökonom

- **James Tobin (1918 bis 2002)**
- Nobelpreis 1981
- “...for his analysis of financial markets and their relations to expenditure decisions, employment, production and prices.” (Nobel-Komitee)
- (Nicht für die Tobin-Steuer!)

# Portfoliotheorie

- IS/LM hat kaum Anlageformen
- Tobin interessiert: Wie verändern sich Spar- und Ausgabeentscheidungen in einer Welt mit vielen Assets?
- Welche Auswirkungen hat dies für die Wirksamkeit von Makropolitik in Krisen? (Transmissionsmechanismus)
- Substitutions- und Komplementärbeziehungen verschiedener Anlagen sind wichtig – nicht zuletzt die Frage, ob Bonds eher Substitute für Geld oder für Aktien sind.

# Portfoliotheorie (II)

- Aus der Portfoliotheorie lassen sich Situationen ableiten, in denen Fiskalpolitik effizienter ist als in monetaristischen Modellen.
- Lange unterschätzt und heute wiederentdeckt: Tobins Analyse der Rolle der Banken im Wirtschaftsprozess („Commercial Banks as Creators of Money“)
- Die Analyse der Banken rückt die Rolle des Kredits im Vergleich zur Rolle des Geldes in den Fokus

# Tobins Scheitern

- Stagflation lässt traditionelle Makro (IS/LM oder Portfoliotheorie) schlecht aussehen.
- Theoretische Revolution durch Robert Lucas: (Stärkere Mikrofundierung, Lucas-Kritik, rationale Erwartungen)
- Kydland/Prescott machen RBCT populär – kein Interesse mehr für den Finanzsektor.
- Aber: Tobin verpflichtet David Swensen als Verwalter des Stiftungsvermögens der Yale University. Swensen entwickelt das „Stiftungsmodell“ mit starkem Fokus auf wenig liquide reale Aktiva. Stiftungsmodell wird Konkurrenz für das 60/40-Modell.



# Dritte Episode: Die Gegenwart

- Das Zeitalter globaler Liquidität

# Trends

- Erhebliches Wachstum der globalen Finanzströme („finanzielle Globalisierung“). Unterstützt durch Fortschritte in der IT
- Leitzinsen und Kapitalmarktrenditen fallen in den Industrienationen („great moderation“). Fed senkt nach 2001 weiter.
- Gründung der Europäischen Währungsunion – Größerer Heimatmarkt für Banken
- Regulierungen (Basel 2) und Risikomodelle wie VAR erleichtern Banken expansive Geschäftspolitik im Boom

# Das Ergebnis

- Zwei Phasen globaler Liquidität seit dem Jahr 2000.
- Bedeutung dieser Phasen in der traditionellen Theorie unterschätzt. Finanzintermediation wird in der Makro lange Zeit nicht zur Kenntnis genommen, da Finanzmärkte als effizient gelten.
- Dafür große Selbstzufriedenheit im Mainstream bis zum Ausbruch der Krise: „The state of Macro is good“ (Blanchard 2008)
- Nach 2008 wird Kombination aus Makro und Finance zum Trendgebiet („Macrofinance“). Friktionen auf Finanzmärkten rücken in den Vordergrund. (Überblick: Brunnermeier/Eisenbach/Sannikov)

# Der Ökonom

- **Hyun Song Shin**
- “The crisis in Europe is a banking crisis first, and a sovereign-debt crisis second. It carries all the hallmarks of a classic twin crisis that combines a banking crisis with an asset-market decline that amplifies banking distress.”

# Erste Phase der Liquidität (I)

- Europäische Banken bauen Geschäft erheblich aus - nicht nur aus der Eurozone. Beispiel Barclays: Von 300 Mrd. Pfund (2000) auf 1200 Mrd. Pfund (2007)
- Non-Core-Verbindlichkeiten nehmen erheblich zu. (Amerikanischer Geldmarkt). Beispiel Barclays: von knapp 100 Milliarden Pfund (2000) auf rund 950 Mrd. Pfund (2007)
- Niedrige EK-Quoten. Bei den Verbindlichkeiten nimmt das Gewicht des Non-Cores zu = Fragilität wegen Fristentransformation

# Erste Phase der Liquidität (II)

- Europäische Banken investieren rund um den Globus (Export amerikanischer Geldpolitik = Risikokanal der Geldpolitik)
- Anlagen unter anderem am Subprime-Markt (IKB, Sachsen LB, Hypo Real Estate...). Dollar-Anlagen von Auslandsbanken steigen von 4 Billionen Dollar (2000) auf 10 Billionen Dollar (2008)
- Anlagen in der europäischen Peripherie.
- Anlagen in Schwellenländern
- Oft zweitklassige Anlagen. Gegensatz zu Schumpeter: Es werden nicht innovative Unternehmer finanziert, sondern häufig wenig wettbewerbsfähige Zweige der Wirtschaft.

# Erste Phase der Liquidität (III)

- Nach Krisenausbruch 2007 wachsende Probleme auf beiden Seiten der Bilanz
- Nachlassende Qualität der Aktiva = Solvenzrisiko
- Fragilität der Non-Core-Finanzierung = Liquiditätsrisiko
- Zentralbanken reduzieren Liquiditätsrisiko (Dollar-Swaps, „Dicke Bertha“, Target 2,)

# Erste Phase der Liquidität (IV)

- Beruhigung an den Märkten. (EZB-Bilanzsumme Sommer 2012: 3102 Mrd. Euro. Heute: 2167 Mrd. Euro)
- Reparatur des Banksystems in Gang. Braucht viel Zeit. Europäische Banken haben internationale Geschäfte reduziert
- Risiken existieren, aber erste Phase der Liquidität auch wegen Regulierungen zumindest eingedämmt.



# Zweite Phase der Liquidität (I)

- Großanleger (Versicherungen, Investmentfonds, Pensionsfonds, Staatsfonds, Hedgefonds, Stiftungen...) ersetzen Banken
- Suche nach rentablen Anlagen in Schwellenländern. Starke Nachfrage nach Anleihen in Dollar
- Schwellenland-Unternehmen begeben Dollar-Anleihen durch Töchter im Westen.

# Zweite Phase der Liquidität (II)

- Viele Unternehmen benötigen die Dollar nicht für Investitionen in Realkapital
- Sie legen das Geld höherverzinslich bei Banken in ihrem Heimatland an („Carry Trade“).
- Shin: Krise kann Teufelskreis in Gang setzen, weil am Ende die Banken bedroht sind.

# Zweite Phase der Liquidität (III): Shins Teufelskreis

- Ausländer verkaufen Anleihen
- Abwertung setzt Unternehmen unter Druck, die hohe Auslandsschulden haben
- Rezessionsgefahr (z.B. höhere Zinsen) setzt Unternehmen zusätzlich unter Druck
- Abzug von Einlagen bedroht Solvenz der Banken
- Ausländer verkaufen Anleihen

# Offene Fragen (I)

- Geldpolitische Analysen müssen stärker das Finanzsystem berücksichtigen!
- Renaissance monetärer Aggregate wie Geld- und Kreditmengen. (Wichtig für die Beurteilung von Finanzstabilität!)
- Nicht nur Banken sind gefährlich, auch Schattenbanken. Was heißt das für Regulierung?
- Welche Aufgabenverteilung zwischen Geldpolitik und makroprudentielle Politik? (Überblick: Smets)
- Sind freie Kapitalmärkte immer effizient? Dilemma statt Trilemma (Rey, Brunnermeier/Sannikov)

# Offene Fragen (II)

- I-Theory of Money (Brunnermeier/Sannikov): Geldwertstabilität, Finanzstabilität und Tragfähigkeit der Staatsverschuldung sind verbundene Konzepte. Was heißt das institutionell?
- EZB als Versicherer gegen Großrisiken und Opfer von Timing Games.  
(Brunnermeier/Sannikov/Reis): Welchen Ordnungsrahmen brauchen wir?

# Literatur (1)

- Blanchard, Olivier: The State of Macro. Working Paper. Cambridge (Mass.) 2008
- Brunnermeier, Markus / Sannikov, Juliy: The I Theory of Money. Working Paper. Princeton 2012
- Brunnermeier, Markus / Sannikov, Juliy: International Credit Flows, Pecuniary Externalities and Capital Controls. Working Paper. Princeton 2014
- Brunnermeier, Markus / Eisenbach, Thomas / Sannikov, Juliy: Macroeconomics with Financial Frictions: A Survey. New York 2013
- Brunnermeier, Markus / Braunberger, Gerald: Geldpolitik im Teufelskreis. F.A.Z. vom 18. April 2013
- Brunnermeier, Markus / Reis, Ricardo / Braunberger, Gerald: Ein Crashkurs für die Eurokrise. F.A.Z. vom 17. Januar 2014
- Fox, Justin: The Myth of the Rational Market. New York 2011
- Rey, Hélène: Dilemma. Not Trilemma. Working Paper. Jackson Hole 2013.

# Literatur (2)

- Schumpeter, Joseph A.: Konjunkturzyklen. Göttingen 2010
- Shin, Hyun Song: Global Banking Glut and Loan Risk Premium. IMF Economic Review. Washington 2012.
- Shin, Hyun Song / Bruno, Valentina: Cross-Border Banking and Global Liquidity. Working Paper. Princeton 2013.
- Shin, Hyun Song: The Second Phase of Global Liquidity and its Impacts on Emerging Economies. Working Paper. Princeton 2013
- Shin, Hyun Song / Adrian Tobias: Procyclical Leverage and Value-at-Risk. Review of Financial Studies 2014
- Shin, Hyun Song / Bruno, Valentina: Globalisation and Corporate Risk Taking. Working Paper. Princeton 2014
- Shin, Hyun Song: Bank Capital and Monetary Transmission. Präsentation. Sintra 2014

# Literatur (3)

- Tobin, James: Liquidity Preference as Behavior towards Risk. Review of Economic Studies 1958
- Tobin, James: An Essay on the Principles of Debt Management. Cowles Foundation Paper. New Haven 1963
- Tobin, James: Commercial Banks as Creators of Money. Cowles Foundation Paper. New Haven 1963
- Tobin, James: Asset Accumulation and Economic Activity. Chicago 1982



# FAZIT – Das Wirtschaftsblog der F.A.Z.

- [www.faz.net/fazit](http://www.faz.net/fazit)