

Schnabl, Gunther; Müller, Sebastian

Working Paper

Zur Zukunft der Europäischen Union aus ordnungspolitischer Perspektive

Working Paper, No. 150

Provided in Cooperation with:

University of Leipzig, Faculty of Economics and Management Science

Suggested Citation: Schnabl, Gunther; Müller, Sebastian (2017) : Zur Zukunft der Europäischen Union aus ordnungspolitischer Perspektive, Working Paper, No. 150, Universität Leipzig, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Leipzig

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/170713>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

UNIVERSITÄT LEIPZIG

Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
Faculty of Economics and Management Science

Working Paper, No. 150

Gunther Schnabl / Sebastian Müller

**Zur Zukunft der Europäischen Union
aus ordnungspolitischer Perspektive**

Oktober 2017

ISSN 1437-9384

Zur Zukunft der Europäischen Union aus ordnungspolitischer Perspektive

15.9.2017

Gunther Schnabl
Universität Leipzig
Institut für Wirtschaftspolitik
Grimmaische Straße 12
04109 Leipzig
schnabl@wifa.uni-leipzig

Sebastian Müller
Universität Leipzig
Institut für Wirtschaftspolitik
Grimmaische Straße 12
04109 Leipzig
sebastian.mueller@uni-leipzig.de

Zusammenfassung

Der Artikel untersucht die Auswirkungen der sehr lockeren Geldpolitik der Europäischen Zentralbank auf die Wirtschaftsordnung und den europäischen Integrationsprozess aus ordnungspolitischer Perspektive. Es wird argumentiert, dass lange Zeit die von Deutschland geprägte Wirtschaftsordnung nach Eucken (1952) ein Grundpfeiler für Wachstum, Wohlstand und sozialen Zusammenhalt in Europa war. Es wird gezeigt, dass die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank mit Euckens (1952) konstituierenden Prinzipien den wirtschaftlichen Grundpfeiler des europäischen Integrationsprozesses untergraben hat. Da die geldpolitischen Rettungsaktionen negative Verteilungseffekte haben und das Wachstum bremsen, wird mit einer daraus resultierenden wachsenden politischen Polarisierung die Akzeptanz des europäischen Integrationsprozesses geschwächt. Es wird ein zeitnahe Ausstieg aus der sehr lockeren Geldpolitik empfohlen, um die Zukunft der Europäischen Union zu sichern.

Schlüsselwörter: Europäische Integration, Wirtschaftliche Ordnung, Soziale Marktwirtschaft, Walter Eucken, Friedrich August von Hayek, Ungleichheit, Geldpolitik, politische Polarisierung.

JEL-Klassifikation: B25, E58, E65.

I. Einleitung

Eine Dekade nach Ausbruch bleibt die europäische Finanz- und Schuldenkrise ungelöst. Zwar stabilisieren die umfangreichen Ankäufe von Staatsanleihen durch die Europäische Zentralbank die südeuropäischen Krisenländer, doch ist eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung nicht in Sicht. In Deutschland treiben das historisch niedrige Zinsniveau und die damit verbundene Abwertung des Euro eine Export- und Immobilienblase, die zunehmend Anzeichen einer konjunkturellen Überhitzung nach sich zieht.

Die Diskussion um die Zukunft der Europäischen Union ist kontrovers. Die Europäische Kommission (2017) schlägt eine Vertiefung durch die Komplettierung der Bankenunion und die Schaffung eines gemeinsamen Finanzministeriums vor. Kommissionspräsident Juncker (2017) hat die Erweiterung der Währungsunion gefordert. Die Europäische Kommission steht damit in der Tradition Frankreichs, das ein zentral gelenktes Europa als wirtschaftliches und politisches Gegengewicht zu den USA schaffen will (vgl. auch Trichet 2011). Weitere Ziele dieses institutionellen Integrationsprozesses sind die Vereinheitlichung der Steuersysteme sowie die Angleichung der Lebensverhältnisse mit Hilfe von schulden- bzw. zentralbankfinanzierten Staatsausgaben.

Im Gegensatz dazu steht die funktionelle europäische Integration¹, der im Sinne Wirtschaftsordnung deutscher Prägung nach Walter Eucken (1952) eine umfassende Liberalisierung der Märkte anstrebte. Beispielsweise sieht Sinn (2016) durch die sehr expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank die Marktkräfte und das Wachstum in Europa zunehmend unterminiert. Mit dem Brexit, dem weitere Austritte folgen könnten, sind die vier Freiheiten für Güter-, Dienstleistungs-, Personen- und Kapitalverkehr als den wirtschaftlichen Grundpfeilern der Europäischen Union gefährdet. Nach Sinn (2016) haben sich die Mehrheiten in der EU gegen die Staatengruppe verändert, die freie Märkte und Preise, Preisstabilität sowie Subsidiarität als tragende Pfeiler Europas sieht.

Während sich lange Zeit die institutionelle und die funktionelle Integration im europäischen Integrationsprozess die Waage gehalten haben, hat die geldpolitische Krisentherapie das Gleichgewicht zugunsten der institutionellen Integration verschoben. Aufgrund negativer Wachstums- und Verteilungseffekte der sehr lockeren Geldpolitik werden mit einer

¹ Die Unterscheidung in funktionelle und institutionelle Integration geht auf Balassa (1961) zurück. Unterscheidungsmerkmal ist der unterschiedliche Grad an Bereitschaft zum wirtschaftspolitischen Souveränitätsverzicht der beteiligten Länder. Beide Integrationsbereiche sind miteinander verbunden, weil die Integration die Märkte den Aufbau von Institutionen notwendig macht, die den Prozess der Integration regulieren.

wachsenden politischen Polarisierung die Errungenschaften des europäischen Integrationsprozesses gefährdet.

II. Wirtschaftsordnung und Wachstum in Europa aus historischer Perspektive

Die wirtschaftliche Ordnung eines Landes ist in den institutionellen und kulturellen Traditionen verwurzelt. Das gilt auch für Europa, das traditionell politisch fragmentiert und damit einem Wettbewerb der Institutionen ausgesetzt war. Nach dem Zweiten Weltkrieg etablierten sich in Europa unterschiedliche Wachstumsmodelle, die sich ergänzten und dank der graduellen Öffnung der Märkte ganz Europa Wachstum und Wohlstand brachten.

1. Institutionenwettbewerb in Europa aus historischer Sicht

Europa war historisch gesehen – insbesondere im Vergleich zu großen politischen Staatsgebilden in Asien wie China und Indien² – politisch fragmentiert. Tocqueville (1835, S. 166-168) sah die vielen mittelgroßen Nationen als Wiege der politischen Freiheit, weil eine kleine Bevölkerung die Macht des Herrschers beschränkt. Auch Hayek (1944) betont die Notwendigkeit, den Einfluss von Staaten zu begrenzen, um den Missbrauch von Macht einzuschränken.³

Durch den institutionellen Wettbewerb werden nach Tocqueville (1835) die Ressourcen dezentral verteilt und stehen damit nicht einzelnen Herrschern in ihrer Gesamtheit zur Verfügung.⁴ Die Ressourcen können nicht von mächtigen Herrschern verschwendet werden, sondern kommen den Bürgern zugute.⁵ Große Staatengebilde sind nach Hayek (1944) nicht in der Lage, mit einheitlichen Regeln den unterschiedlichen Regionen und Gebräuchen

² Siehe dazu auch Montesquieu (1748, S. 283-284): „In Asia one has always seen great empires; in Europe they were never able to continue to exist. This is because the Asia we know has broader plains ... and its smaller rivers form slighter barriers. ... Therefore, power should always be despotic in Asia.” In Europe, the natural divisions form many medium-sized states in which the government of laws is not incompatible with the maintenance of the state; on the other hand, they are so favourable to this that without laws this state falls into decadence and becomes inferior to all the others. ”

³ „There must be a power which can restrain the different nations from action harmful to their neighbours, a set of rules what a state may do, and an authority capable of enforcing these rules. The powers which such an authority would need are mainly of a negative kind, it must above all, be able to say ‘No’ to all sorts of restrictive measures...” (Hayek 1944, S. 232)

⁴ „The temptations that the government offers to ambition are too weak and the resources of private individuals are too slender for the sovereign power easily to fall into the grasp of a single man.” (Tocqueville 1835, S. 166).

⁵ „The efforts and resources of the citizens are turned to the internal well-being of the community and not ... likely to be wasted upon an empty pursuit of glory.“ (Tocqueville 1835, S. 165).

gerecht zu werden und damit ineffizient. Hayek (1944) lehnt deshalb supranationale Institutionen ab, die gemeinsame Regeln für eine Staatengruppe schaffen.⁶

Hume (1742) betonte die Bedeutung des Wettbewerbs zwischen politischen Einheiten für Lernprozesse, wenn die Staaten über Handel und Migration miteinander verbunden sind. Er bezieht sich auf das antike Griechenland, in dem unabhängige Stadtstaaten mit gleicher Sprache miteinander im Wettbewerb standen.⁷ Dies habe ein fruchtbares Klima für Künste und Wissenschaft geschaffen, die im gegenseitigen Wettbewerb zu einer historisch herausragenden Blüte der Kultur gefunden hätten.⁸

Weede (2008) leitet aus Institutionenwettbewerb in Europa die Entstehung von Eigentumsrechten ab. Die Existenz von unterschiedlichen Regierungen erlaube den Vergleich und führe zu Wettbewerb um die von den Menschen präferierte institutionelle Ausgestaltung des Staates. Salmon (1987) spricht von „*Yardstick Competition*“, der positive Anreize schaffe. Wenn Menschen Staaten verlassen können, wenn sie mit den wirtschaftlichen oder politischen Ergebnissen nicht einverstanden sind,⁹ dann erhöhe dies den Anreiz für die Entscheidungsträger, den Menschen das Recht auf Privateigentum zu gewähren.

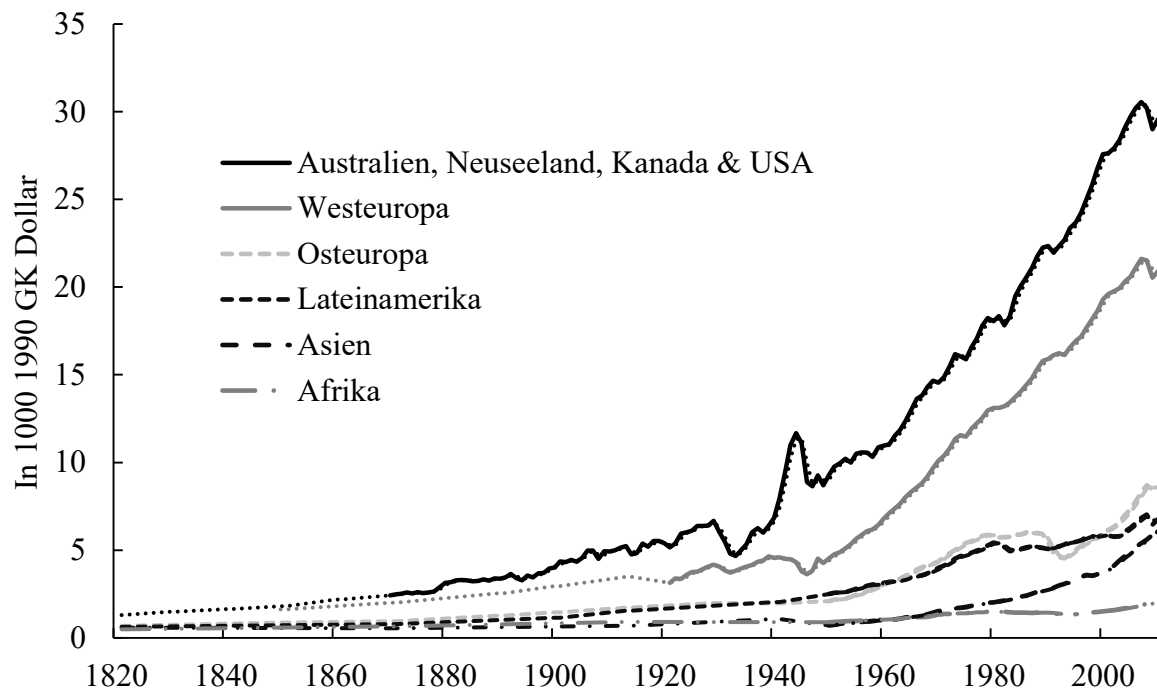
Abbildung 1: Pro-Kopf Einkommen in unterschiedlichen Teilen der Welt

⁶ “But this does not mean that a new super-state must be given powers which we have not learned to use intelligently even on a national scale, that an international authority ought to be given power to direct individual nations how to use their resources.” (Hayek 1944, S. 231). Siehe auch Vaubel (2008).

⁷ “Greece was a cluster of little principalities which soon became republics; and being united by their near neighbourhood and by the ties of the same language and interest, they entered into the closest intercourse of commerce and learning.” (Hume 1742, S. 120)

⁸ “There concurred a happy climate, a soil not unfertile and a most harmonious and comprehensive language so that every circumstance among that people seemed to favour the rise of the arts and sciences. Each city produced its several artists and philosophers who refused to yield the preference to those of the neighbouring republics.” Hume (1742, S. 121).

⁹ Siehe zu Exit und Voice auch Hirschmann (1970).



Quelle: Maddison Project.

Eigentumsrechte begünstigen über den Wettbewerb als Entdeckungsverfahren (Hayek 1968) den technischen Fortschritt. Die Aussicht, die entsprechenden Gewinne selbst einzubehalten, erhöht den Anreiz zu Innovationen. Das bestehende Wissen wird nicht nur effizient genutzt, sondern auch neues Wissen generiert. Im Wettbewerb werden Innovationen auf dem Markt getestet und bei Erfolg kopiert. Der Wohlstand steigt, was für Europa im globalen Vergleich besonders deutlich ist: Seit dem 18. Jahrhundert sind in Europa und deren europäisch geprägten ehemaligen Kolonien die Pro-Kopf-Einkommen deutlich schneller gestiegen als im Rest der Welt (siehe Abb. 1).

2. Unterschiedliche Wachstumsmodelle und europäische Integration

Nach dem Zweiten Weltkrieg gab es in Europa zwei unterschiedliche Wachstumsmodelle mit unterschiedlichen Zentralbankmodellen (Freitag und Schnabl 2017): In Deutschland war die Zentralbank unabhängig und folgte strikt dem Ziel der Preisstabilität. Niedrige Inflationsraten begünstigten hohe Sparquoten, hohe Investitionen und Exporte. Stabile Preise förderten das Sparen der Haushalte und stellten einen niedrigen realen Zins sicher, der Investitionen erleichterte. Die Unabhängigkeit der Deutschen Bundesbank erforderte, dass die Staatsausgaben durch Steuern finanziert wurden. Einige kleinere, wirtschaftlich eng mit Deutschland verflochtene Nachbarländer folgten über enge Wechselkursbindungen dem deutschen Zentralbank- und Wachstumsmodell.

Im Süden und Westen Europas orientierten sich die Wachstumsmodelle hingegen an Konsum und Staatsausgaben. Da die Steuereinnahmen nicht für die umfangreichen Staatsausgaben reichten, wurden diese zu großen Teilen von den Zentralbanken finanziert, die den Weisungen der Regierungen unterstanden. Aus höheren Inflationsraten im Süden und Westen Europas resultierten seit den 1970er Jahren¹⁰ Abwertungen der Währungen gegenüber der Deutschen Mark.¹¹

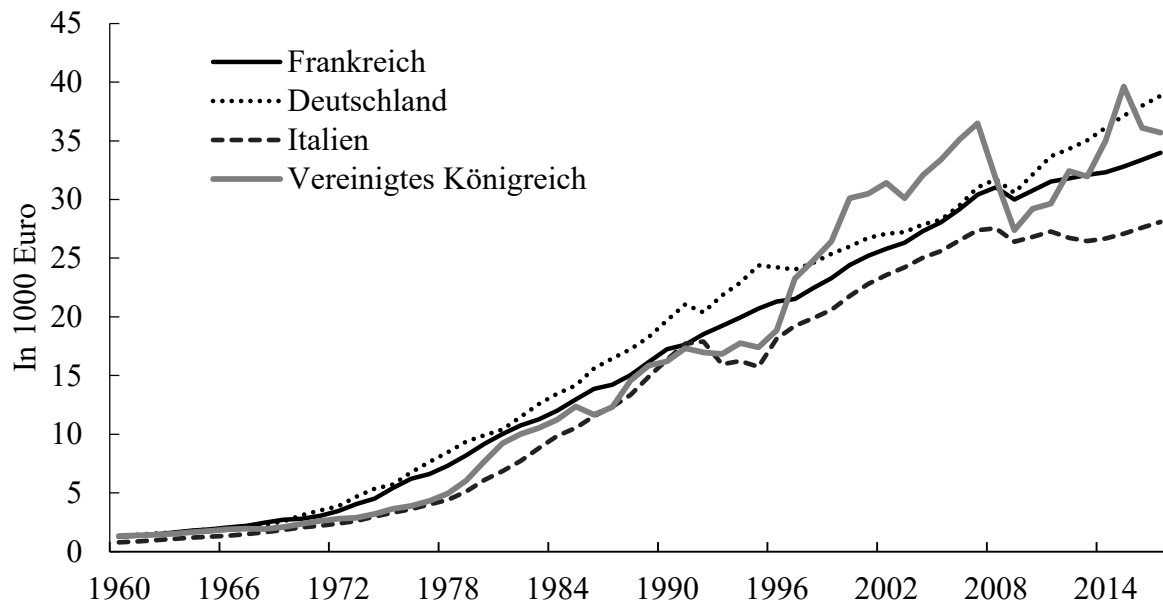
Eine Abwertung transferiert Wachstum vom Ausland ins Inland (beggar-thy-neighbor, Smith 1827), weil durch die Veränderung der relativen Preise die Importe sinken und die Exporte steigen. Aus der Sicht des Gefangenendilemmas reagiert das Ausland ebenso mit expansiver Geldpolitik und Abwertung, um den negativen Wachstumseffekten entgegenzuwirken. Es kommt zu einer Abwertungsspirale, wie sie vor dem Zweiten Weltkrieg die Weltwirtschaft destabilisiert hat. Ein solcher Abwertungswettlauf setzte in Europa seit den 1970er Jahren jedoch nicht ein, weil Deutschland einer stabilen Währung verpflichtet blieb. Es ließ damit zu, dass ein Teil seines Wachstums in die europäischen Länder mit abwertenden Währungen verschoben wurde.

Der hohe Grad an Währungsstabilität in Deutschland begünstigte mit den Investitionen Produktivitätsgewinne in der Industrie. Da der europäische Integrationsprozess mit dem Abbau der Handelsschranken die Märkte erweiterte, konnten deutsche Unternehmen positive Skaleneffekte bei der Industriegüterproduktion realisieren. Damit ergänzten sich die unterschiedlichen Wachstumsmodelle. Die insbesondere in Deutschland auf der Grundlage gemeinsamer Märkte erwirtschafteten Produktivitätsgewinne wurden über die Abwertungen der süd- und westeuropäischen Währungen zwischen Deutschland und seinen europäischen Partnerländern geteilt. Mit der gemeinsamen Agrarpolitik und der europäischen Regionalpolitik wurden im Rahmen der supranationalen europäischen Institutionen weitere Umverteilungskanäle auf den Weg gebracht.

Abbildung 2: Nominale Pro-Kopf-Einkommen in den EU-Kernländern

¹⁰ Bis dahin hatte die gemeinsame Mitgliedschaft aller westeuropäischen Länder im Bretton-Woods-System die Wechselkurse der westeuropäischen Währungen zueinander weitgehend stabil gehalten. Anpassungen der Paritäten gegenüber dem Dollar (z.B. die Aufwertung der Deutschen Mark im Jahr 1961) waren selten.

¹¹ Siehe Gros und Thygesen (1998).



Quelle: IWF.

Die Wachstumsraten der Pro-Kopf-Einkommen in Westeuropa blieben im Ergebnis trotz unterschiedlicher Wachstumsmodelle stark miteinander verflochten (Abb. 2). Das gegenseitige Interesse an der europäischen Integration spiegelte sich in der kontinuierlichen Vertiefung der EU wider. Die Einheitliche Europäische Akte (1986), die die vier Freiheiten – freie Bewegungen von Gütern, Dienstleistungen, Arbeit und Kapital – vervollkommnete, kann als die Krönung der funktionellen Integration gesehen werden. Der institutionelle Integrationsprozess schritt durch den stetigen Ausbau der europäischen Institutionen und die wachsende Verlagerung von Kompetenzen auf die supranationale Ebene voran, was in die gemeinsame europäische Verfassung (Maastricht 1993) mündete.

3. Euckens Ordnung als wirtschaftlicher Grundpfeiler der europäischen Integration

Da Deutschland die größte und wirtschaftlich dynamischste Volkswirtschaft in der europäischen Wirtschaftsgemeinschaft war, kam der deutschen Wirtschaftsordnung eine zentrale Bedeutung für den Erfolg des europäischen Integrationsprozesses zu. Deutschland hatte eine Wirtschaftsordnung gewählt, die auf freien Märkten basierte.¹² Die deutsche Ordnungspolitik (siehe Eucken 1952, Miksch 1937, Böhm 1950 und Erhard 1957) definierte als Grundlage der Wirtschaftsordnung eine Reihe von konstituierenden Prinzipien, die das

¹² Die deutsche Wirtschaftsordnung der Nachkriegszeit wurzelte in den Erfahrungen der Monopolisierung und Kartellisierung der späten Weimarer Republik. Das Scheitern der ersten deutschen Demokratie war eng mit der Übernahme der Kontrolle über die großen Monopole durch die undemokratischen Kräfte verbunden. Dies führte in eine Kommando- und Steuerwirtschaft, die in die Kriegswirtschaft mündete.

wirtschaftliche Handeln privater Akteure leiten und die Regierung vor dem Einfluss mächtiger Interessengruppen schützen sollten.¹³

Das Hauptprinzip der Wirtschaftsordnung nach Eucken (1952) waren dezentralisierte Entscheidungen auf freien Märkten mit freien Preisen. Unternehmen stehen zueinander im Wettbewerb und können so die Preise nicht politisch gestalten (konstituierendes Prinzip 1). Die zentrale Bedeutung einer stabilen Geldordnung (konstituierendes Prinzip 2) wurde gibt, weil hohe Inflation Preissignale verzerrt und so falsche Signale für Investitionen setzt. Die Märkte sollten offen sein (konstituierendes Prinzip 3), um Wettbewerb zwischen einer möglichst großen Anzahl von (kleinen) Unternehmen zu ermöglichen. Dies sollte sicherstellen, dass die Preise niedrig sind und die Produktion an den Präferenzen der Konsumenten ausgerichtet wird.

Privateigentum (konstituierendes Prinzip 4) sollte Anreize schaffen, nach Gewinnen und damit nach Innovationen und Effizienzerhöhungen zu streben.¹⁴ Steigern die Unternehmen durch ihr Gewinnstreben die Produktivität, dann profitiert die Gemeinschaft in Form von steigenden Löhnen und wachsenden Steuereinnahmen. Aufbauend auf dem Privateigentum sollten alle Akteure im Wirtschaftsgeschehen – innerhalb rechtlich vorgegebener Grenzen – Verträge frei gestalten können (konstituierendes Prinzip 5). Dies sollte jedoch nicht dazu führen, dass z.B. über die Bildung von Kartellen der Wettbewerb außer Kraft gesetzt werden kann.

Das Haftungsprinzip (konstituierendes Prinzip 6) machte die Verantwortung für das eigene Handeln zwingend. Die Privatisierung von Gewinnen bedeutet im Umkehrschluss, dass Verluste durch die Unternehmer selbst zu tragen sind. Nur so wird ein effizientes Wirtschaften sichergestellt. Das Haftungsprinzip sollte gewährleisten, dass wirtschaftliche Akteure keine übermäßigen Risiken eingehen, weil mit Haftung Verluste nicht auf andere übertragen werden können.

Die Wirtschaftspolitik sollte konstant und vorausschauend handeln (konstituierendes Prinzip 7). Denn die beabsichtigten und unbeabsichtigten Folgen von wirtschaftspolitischen Interventionen lassen sich besser kontrollieren, wenn die Wirtschaftspolitik behutsam agiert. Unternehmen können Investitionen besser planen, was das Wachstum begünstigt. Nach Eucken (1952) sind in komplexen Systemen wie einer Marktwirtschaft viele Faktoren

¹³ Die konstituierenden Prinzipien Euckens (1952) wurden auch in Deutschland nicht in ihrer Reinform umgesetzt. Beispielsweise waren von Anfang an die großen Unternehmen in wirtschaftspolitische Entscheidungen eingebunden, z.B. in Fragen der Anpassung des Wechselkurses gegenüber dem Dollar im Bretton-Woods-System.

¹⁴ Siehe auch Wettbewerb als Entdeckungsverfahren nach Hayek (1968).

eng miteinander verbunden. Der gesetzte Rahmen kann deshalb nur dann funktionieren, wenn alle Prinzipien gleichzeitig erfüllt sind¹⁵ (konstituierendes Prinzip 8) und die dazu notwendige Grundhaltung vorhanden ist.

Der Erfolg der deutschen Wirtschaftsordnung äußerte sich in hohem Wirtschaftswachstum, das Importe aus anderen europäischen Ländern nach sich zog. So setzte sich in ganz Europa ein wirtschaftlicher Aufholprozess gegenüber den USA in Gang. Die beträchtlichen Produktivitätsgewinne erlaubten nicht nur einen deutlichen Anstieg der Lohnniveaus in Westeuropa, sondern auch den stetigen Ausbau der Sozialsysteme. Ein wachsendes Ausmaß an Umverteilung war mit den vier regulierenden Prinzipien von Eucken (1952)¹⁶ bereits in der deutschen Wirtschaftsordnung verankert. Sie sollten dafür sorgen, dass das Prinzip der Eigenverantwortung in Einklang mit den Gedanken des sozialen Ausgleichs stand (siehe Müller-Armack 1950/1982 sowie Erhard 1957).

Im europäischen Integrationsprozess spiegelten sich sowohl die konstituierenden als auch die regulierenden Prinzipien wider. Die Liberalisierung der Faktormärkte (funktionelle Integration) übertrug die Prinzipien des Wettbewerbs, freier Preise und Haftung auf die europäischen Güter-, Dienstleistungs-, Kapital- und Arbeitsmärkte. Die Idee des sozialen Ausgleichs, wie sie in den regulierenden Prinzipien verankert ist, wurde in supranationalen Politikfeldern wie der europäischen Agrar- und Regionalpolitik verankert. Mit der 1993 beschlossenen Europäischen Verfassung, die einen Höhepunkt der institutionellen Integration bedeutet, wurde die Angleichung der Lebensverhältnisse in den Artikeln 174-178 des AEUV festgeschrieben.

III. Die Europäische Geldpolitik und die graduelle Erosion von Euckens Ordnung

“(…) though I strongly sympathise with the desire to complete the economic unification of Western Europe by completely freeing the flow of money between them, I have grave doubts about doing so by creating a new European currency managed by any sort of supra-national authority. Quite apart from the extreme unlikelihood that the member countries would agree on the policy to be pursued

¹⁵ Vertragsfreiheit bei Monopolbildung führt beispielsweise dazu, dass die Monopolisten zu hohe Preise setzen. Wettbewerb ohne Haftungsprinzip kann zu Spekulation auf Kosten der Gemeinschaft führen.

¹⁶ Das erste regulierende Prinzip forderte eine Kartellbehörde, die das Marktverhalten großer Unternehmen kontrollieren und Monopole verhindern bzw. auflösen sollte. Zudem sollte eine zu große Ungleichheit, die sich möglicherweise aus den freien Marktprozessen ergeben würde, durch staatliche Interventionen korrigiert werden (zweites regulierendes Prinzip). Hierzu diente z.B. ein progressives Steuersystem. Das dritte regulierende Prinzip sah die Korrektur negativer externer Effekte, beispielsweise bei Umweltverschmutzung vor. Auch bei anomalen Entwicklungen auf dem Arbeitsmarkt wie zu langen Arbeitszeiten oder Kinderarbeit (viertes regulierendes Prinzip) sollte der Staat eingreifen.

in practice by a common monetary authority (and the practical inevitability of some countries getting a worse currency than they have now), it seems highly unlikely that it would be better administered than the present national currencies.” (Hayek 1990, S. 24)

Entsprechend der Prognose von Hayek (1990) zeigte die Europäische Währungsunion zwei Schwachpunkte. Die einheitliche Geldpolitik konnte der heterogenen wirtschaftlichen Entwicklung im gemeinsamen Währungsraum nicht gerecht werden und die Europäische Zentralbank entfernte sich schrittweise von der Stabilitätsorientierung der Deutschen Bundesbank, die in den europäischen Verträgen eigentlich verankert ist.

1. Das Versagen der einheitlichen Geldpolitik im heterogenen Währungsraum

Nach Mundell (1961) besteht ein optimaler Währungsraum aus Ländern mit einer geringen Wahrscheinlichkeit unterschiedlicher wirtschaftlicher Entwicklungen, sogenannter asymmetrischer Schocks. Die Konjunkturzyklen der Mitgliedsstaaten müssen synchron verlaufen, damit eine gemeinsame Geldpolitik effektiv ist. Eine hohe Wahrscheinlichkeit asymmetrischer Schocks innerhalb einer Währungsunion – wie sie zwischen dem Süden und dem Norden der Währungsunion von Anfang an gegeben war – bedarf nach Mundell (1961) eines hohen Maßes an Lohnflexibilität und/oder Arbeitsmobilität.

Da Arbeitsmarktregulierungen in den meisten europäischen Ländern die Lohnflexibilität deutlich einschränken, kam der Finanzpolitik von Anfang an eine zentrale Rolle für die Effektivität der gemeinsamen Geldpolitik zu. De Grauwe (2016) zeigt, dass eine gemeinsame Finanzpolitik asymmetrische Schocks absorbieren kann. Wären die nationalen Finanzpolitiken in Brüssel zentralisiert, dann würden in Ländern in der Rezession die Steuerzahlungen sinken, während in Ländern im Boom die Steuerzahlungen steigen würden. In Ländern in Boom-Phasen würden die Ausgaben für soziale Sicherung sinken, während sie in Ländern mit schwacher Konjunktur steigen würden. Unterschiedliche Konjunkturschwankungen würden auf supranationaler Ebene automatisch ohne diskretionäre Entscheidungen des gemeinsamen Finanzministeriums aus- bzw. angeglichen.¹⁷

¹⁷ Jedoch widerspricht eine Zentralisierung der Finanzpolitik dem Grundgedanken des institutionellen Wettbewerbs (dezentrale Entscheidungen und Subsidiaritätsprinzip). Zudem könnte das Haftungsprinzip der Haushaltsführung durch moralisches Risiko untergraben werden. Unterschiede in den Pro-Kopf-Einkommen könnten sich zementieren, weil wirtschaftliche schwache Staaten auf Transfers aus wirtschaftlichen starken Staaten vertrauen. Die daraus resultierende zentralbankfinanzierte „Transferunion“ würde Anreize lähmen und damit das Wachstum in der Europäischen Union weiter dämpfen (siehe III. 2.).

Bleiben hingegen die Finanzpolitiken auf nationaler Ebene unabhängig, dann muss unterschiedlichen Konjunkturentwicklungen auf nationaler Ebene mit diskretionären Entscheidungen gegengesteuert werden. In Ländern in der Rezession müssen die Ausgaben steigen, während in Ländern im Boom die Ausgaben sinken müssen. Bleiben diese antizyklischen Finanzpolitiken auf nationaler Ebene aus, dann ist gemeinsame Geldpolitik ineffektiv, weil sie nur auf die durchschnittliche Inflation aller Mitgliedsländer ausgerichtet sein kann. Für Länder in der Rezession ist dann der Zins zu hoch, was die Arbeitslosigkeit verstärkt. Für Länder im Boom ist der Zins zu niedrig, was die Inflation nach oben treibt.

Der institutionelle Rahmen der Europäischen Währungsunion wurde dieser Rolle von Anfang an nicht gerecht. Die Maastricht-Kriterien versuchten zwar die Verschuldung zu begrenzen und so moralischem Risiko bei den Staatsausgaben entgegenzuwirken.¹⁸ Die Kriterien waren aber nicht darauf ausgerichtet asymmetrische Schocks auszugleichen. Die nationalen Finanzpolitiken haben vielmehr die unterschiedlichen Konjunkturzyklen in der Währungsunion verstärkt bzw. sogar erst hervorgerufen.

Kurz nach Einführung des Euro kürzte die Europäische Zentralbank als Reaktion auf das Platzen der Dotcom-Blase den Hauptrefinanzierungssatz von 3,75% im Mai 2001 auf 1% im Juni 2003 auf ein historisches Tief in Europa. Das niedrige Zinsniveau erhöhte die Wahrscheinlichkeit von Übertreibungen auf den Finanzmärkten¹⁹, während gleichzeitig in unterschiedlichen Teilen der Währungsunion unterschiedliche finanzpolitische Kurse verfolgt wurden.²⁰ Die entgegen gerichteten Finanzpolitiken im gemeinsamen Währungsraum führten zu unterschiedlichen Konjunkturzyklen, die zum Nährboden der Krise wurden.

Deutschland verfolgte zur Jahrtausendwende einen restriktiven finanzpolitischen Kurs, da insbesondere aufgrund der Wiedervereinigung die Arbeitslosigkeit in den 1990er Jahren stark

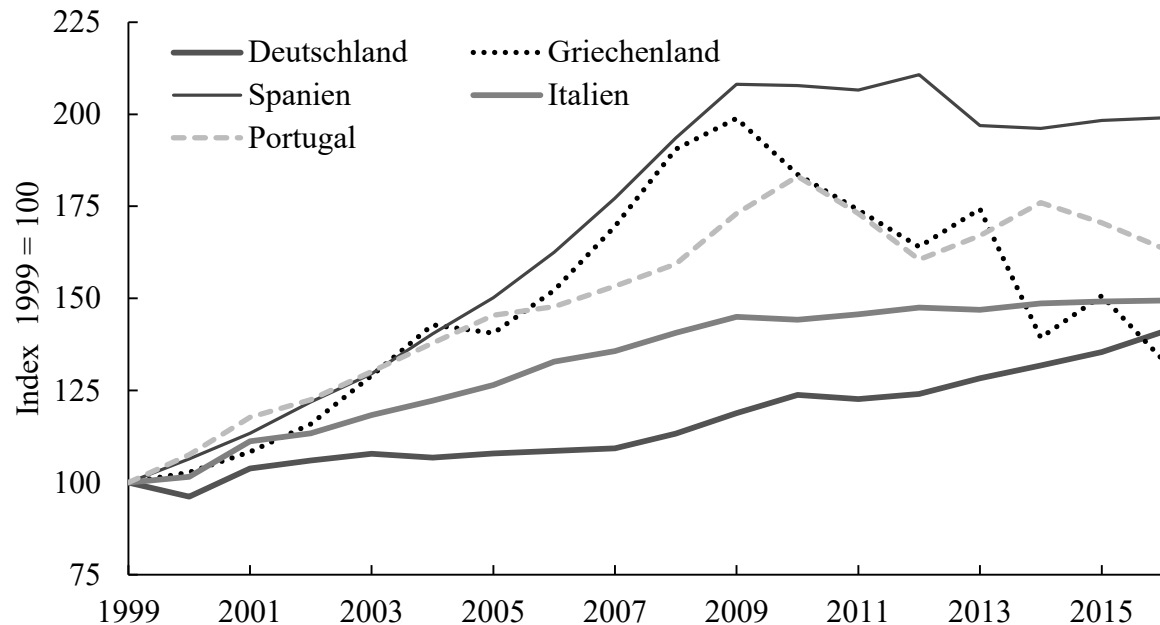
¹⁸ Nach Art. 126 AEUV gilt: „(1) Die Mitgliedstaaten vermeiden übermäßige öffentliche Defizite. (2) Die Kommission überwacht die Entwicklung der Haushaltslage und der Höhe des öffentlichen Schuldenstands in den Mitgliedstaaten im Hinblick auf die Feststellung schwerwiegender Fehler. Insbesondere prüft sie die Einhaltung der Haushaltsdisziplin anhand von zwei Kriterien, nämlich daran, a) ob das Verhältnis des geplanten oder tatsächlichen öffentlichen Defizits zum Bruttoinlandsprodukt einen bestimmten Referenzwert überschreitet, es sei denn, dass b) ob das Verhältnis des öffentlichen Schuldenstands zum Bruttoinlandsprodukt einen bestimmten Referenzwert überschreitet, es sei denn, dass das Verhältnis hinreichend rückläufig ist und sich rasch genug dem Referenzwert nähert.“

¹⁹ Schnabl (2017) argumentiert auf der Grundlage der monetären Überinvestitionstheorie von Mises (1912) und Hayek (1931), dass zu billiges Geld nicht nachhaltige Investitionsboomphasen und/oder Spekulationswellen auf den Finanzmärkten begünstigt.

²⁰ Die unterschiedlichen Konjunkturzyklen in der Eurozone seit der Jahrtausendwende werden in der Literatur auf den Zinskonvergenzprozess in Südeuropa zurückgeführt (siehe Sinn und Wollmershäuser 2012). Mit dem Eintritt in die Europäische Währungsunion konvergierten die Zinsen in den südeuropäischen Ländern von hohen Niveaus auf das niedrige Niveau Deutschlands. Dies begünstigte das Wachstum und Übertreibungen auf den Finanzmärkten in Südeuropa. Die Konvergenz-Hypothese vernachlässigt jedoch, dass sich gleichzeitig ähnliche kreditgetriebene Boomphasen in Island, vielen mittel- und osteuropäischen Ländern und den USA entwickelten, also auch außerhalb der Europäischen Währungsunion.

gestiegen war und die Staatsverschuldung im Jahr 1999 die Maastricht-Grenze von 60% des Bruttoinlandsprodukts erreicht hatte.²¹ Die Regierung beschränkte die Staatsausgaben und deregulierte die Arbeitsmärkte. Die Lohnzurückhaltung im öffentlichen Sektor übertrug sich auf den privaten Sektor, der die Lohnstückkosten deutlich absenkte. Die Reformpolitik stärkte im Sinne von Euckens (1952) Ordnung die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands.

Abbildung 3: Unterschiedliche Ausgabenpfade in der Europäischen Währungsunion

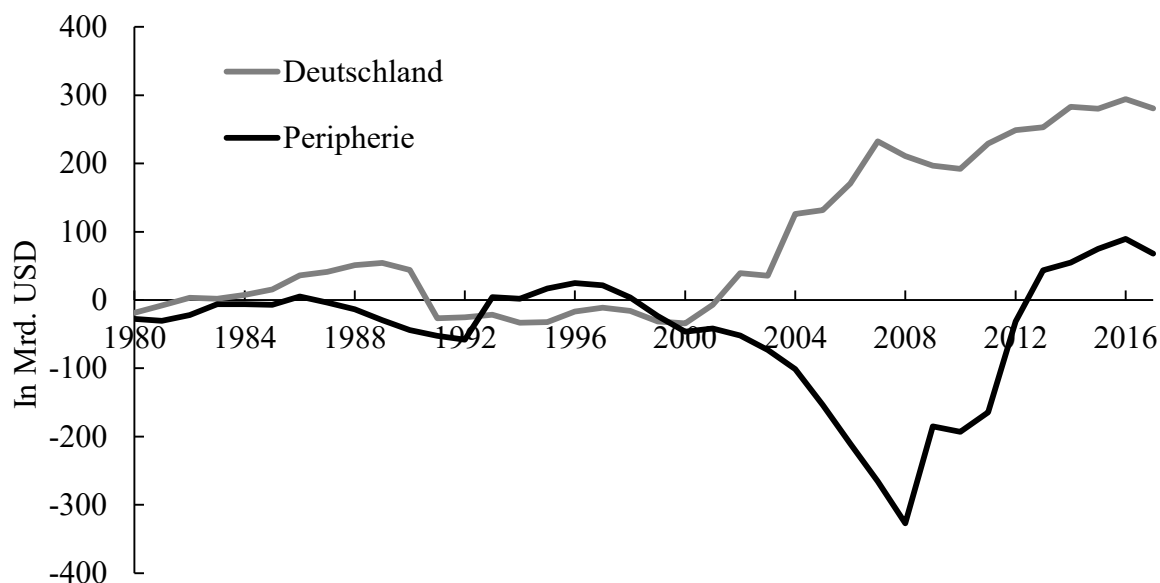


Quelle: IWF, World Economic Outlook. Ausgaben des gesamten öffentlichen Sektors in Euro indiziert auf 1999.

Die Austeritätspolitik im öffentlichen und privaten Sektor trübte in Deutschland das Geschäftsklima, so dass Investitionen und Wachstum zurückgingen. Die Ersparnisse der Haushalte stiegen, weil die Regierung die Rentenansprüche reduzierte und Anreize zur privaten Altersvorsorge setzte (Riester-Rente). Die Ersparnisse der Unternehmen wuchsen, weil die Lohnkosten sanken und die Exporte florierten. Die straffe Finanzpolitik hielt zusammen mit den Löhnen die Inflation niedrig, sodass bei einem einheitlichen Zinsniveau im gemeinsamen Währungsraum der reale Zins vergleichsweise hoch war. Das wirkte negativ auf die Investitionen zurück.

Abbildung 4: Innereuropäische Leistungsbilanzungleichgewichte

²¹ Im Zuge der Wiedervereinigung wurden das westdeutsche Lohnniveau und das Sozialsystem auf Ostdeutschland übertragen, obwohl dort die Produktivität der Unternehmen deutlich geringer war. Dies führte zu hoher Arbeitslosigkeit und zu hohen Finanzierungsdefiziten.



Quelle: IWF: World Economic Outlook. Peripherie = Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien.

Die wachsende Differenz zwischen Ersparnissen und Investitionen²² wurde von den deutschen Banken in Form von Krediten in andere Länder exportiert, wo sie Boomphasen ermöglichten und befeuerten. In den Peripherieländern innerhalb und außerhalb der Währungsunion stiegen der Konsum und die Preise. Die rückläufigen Realzinsen begünstigten Investitionen sowie Spekulation auf den Immobilien- und Aktienmärkten. Die daraus resultierende Zunahme der Steuereinnahmen verführte zu einem dramatischen Anstieg der Staatsausgaben, was die Boomphasen an der Peripherie der Währungsunion nochmals verstärkte. Abb. 3 zeigt die unterschiedlichen Ausgabenpfade der öffentlichen Sektoren, die das gemeinsame Währungsgebiet – symbolisiert von wachsenden Leistungsbilanzungleichgewichten (Abb. 4) – auseinanderzogen.²³ Die wachsende Auslandsverschuldung führte die südeuropäischen Länder, Irland und viele andere europäische Länder in die unvermeidliche Krise, als sich ab 2007 die Kapitalflüsse von der Region abwandten.²⁴

²² Grundsätzlich gilt, dass die Nettokapitalexporte (-importe) eines Landes gleich der Differenz von Sparen und Investieren sind. Zudem entsprechen die Nettokapitalexporte (-importe) dem Leistungsbilanzsaldo, d.h. einer positiven (negativen) Leistungsbilanz, wenn Sparen größer (kleiner) als Investieren ist. Deshalb stiegen sowohl die Nettokapitalexporte als auch der Leistungsbilanzsaldo Deutschlands stark an (siehe Abb. 4).

²³ Da Löhne und Preise an der Peripherie der Währungsunion schneller als in Deutschland stiegen, werteten die Euros der späteren Krisenländer real auf, während der deutsche Euro real abwertete.

²⁴ Der Ausbruch der Hypothekenmarktkrise in den USA im Jahr 2007 löste global eine Neubewertung von internationalen Kreditrisiken aus. Zudem realisierten viele deutsche Banken Verluste im US-Hypothekenmarkt, was sie zum Abbau ihrer Auslandsrisiken zwang.

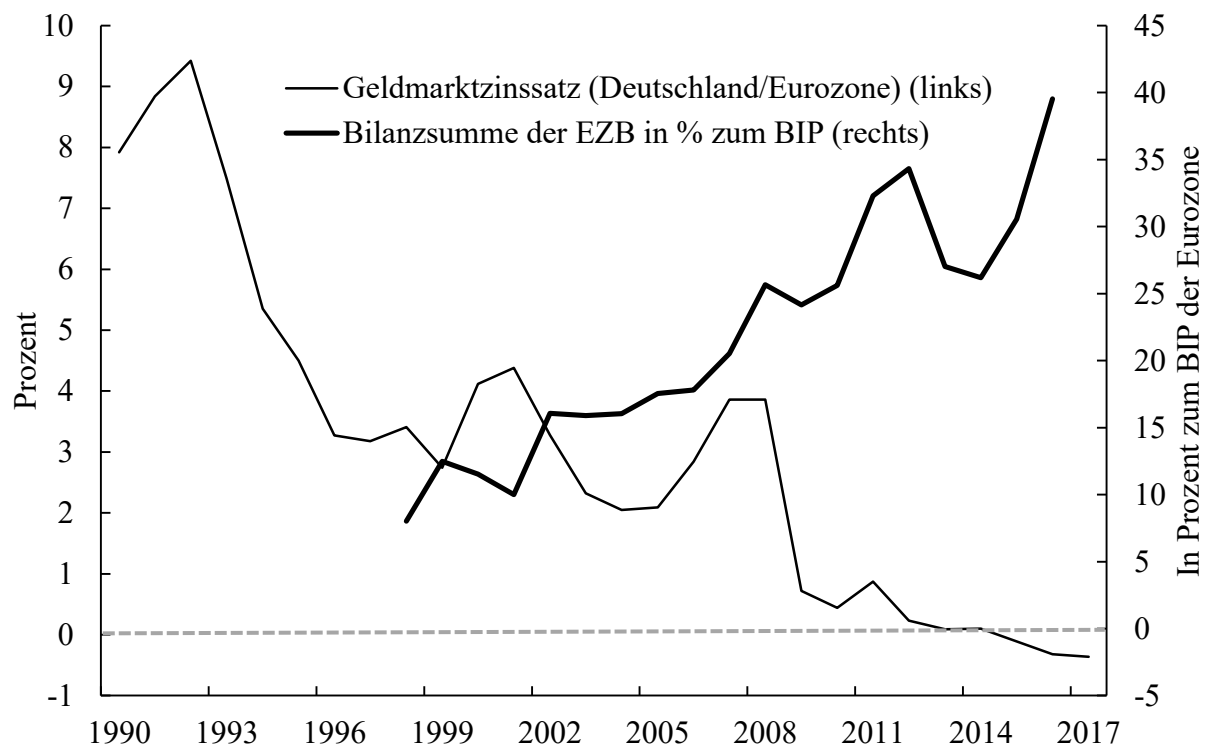
2. Geldpolitisches Krisenmanagement und Erosion der Wirtschaftsordnung

Während die südlichen Länder der Währungsunion und Irland aufgrund hoher Auslandsverschuldung in die Krise rutschten, waren deutsche und andere nordeuropäische Banken von Kreditausfällen bedroht. Die Europäische Zentralbank reagierte – ähnlich der US Federal Reserve im Zuge der US-Hypothekenmarktkrise – mit einer beispiellosen monetären Expansion. Der Hauptrefinanzierungssatz wurde schrittweise gegen null gesenkt, während die Bilanz der Europäischen Zentralbank durch den umfangreichen Ankauf von (überwiegend) Staatsanleihen drastisch ausgeweitet wurde (Abb. 5). Die ultra-lockere Geldpolitik der Europäischen Zentralbank konnte (und kann) zwar so den Kollaps von Finanzinstituten und Staaten verhindern. Langfristig unterhöhlt sie jedoch über den Umweg der Kapitalmärkte die konstituierenden Prinzipien von Euckens (1952) marktwirtschaftlicher Ordnung (siehe Freytag und Schnabl 2017).

Erstens wurde auf den Finanzmärkten der freie Zinsmechanismus gestört. Werden sowohl am kurzen (über eine konventionelle Geldpolitik) als auch am langen Ende der Zinsstrukturkurve (über eine unkonventionelle Geldpolitik) die Zinsen gegen null gedrückt, ist die Signalfunktion der Zinsen außer Kraft gesetzt. Die niedrigen Zinsen verleiten zu hoher Verschuldung und zeigen Ausfallrisiken von Banken, Unternehmen und Staaten nicht mehr an. Ebenso sind steigende Preise auf Aktien- und Immobilienmärkten nicht mehr Ausdruck hoher Renditen von Unternehmen, weil die billige Liquidität der Zentralbank die Aktien- und Immobilienpreise nach oben treibt.²⁵

Abbildung 5: Europäischer Geldmarktzins und EZB-Bilanzsumme

²⁵ Zudem haben die unbeabsichtigten Nebenwirkungen der übermäßigen monetären Expansion in Form von steigenden Mieten und geringen Löhnen auf den Immobilien- und Arbeitsmärkten Anreize für Preiskontrollen wie Mietpreisbremsen und Mindestlöhne geschaffen.



Quellen: IWF, World Economic Outlook, EZB, Eurostat. Geldmarktzins Deutschlands bis 1998.

Zweitens ist das Primat einer stabilen Geldordnung als Kernvoraussetzung für das Funktionieren der Marktwirtschaft in Frage gestellt. Zwar sind die Preise von Gütern und Dienstleistungen nach wie vor stabil, doch hat die sehr expansive Geldpolitik auf den Finanzmärkten die Preise in wilden Zyklen nach oben getrieben.²⁶ Verfälschte Preise auf den Finanzmärkten verzerren die Investitionsentscheidungen und damit die Wirtschaftsstruktur. Die Boom-und-Krisen-Zyklen auf den Finanzmärkten sind mit einer wachsenden wirtschaftlichen Instabilität verbunden, sodass mit der wachsenden Unsicherheit die Investitionen sinken.

Drittens ist der Wettbewerb verfälscht, weil die geldpolitischen Rettungsaktionen unterschiedlich auf große und kleine Finanzinstitute wirken. In Krisen haben große Finanzinstitute eine größere Wahrscheinlichkeit, durch Rekapitalisierungen gerettet zu werden, weil sie systemrelevant sind (*too big to fail*). Zudem drücken die geldpolitischen Rettungsaktionen die Marge zwischen Kredit- und Einlagenzinsen (Gerstenberger und Schnabl 2017). Große Finanzinstitute können den schleichenden Verlust der traditionellen Einnahmequelle besser durch das Investmentgeschäft kompensieren, weil sie dort

²⁶ Vor der Krise explodierten die Aktien- und Immobilienpreise in Südeuropa, Irland und vielen anderen europäischen Ländern; seit der Krise in Deutschland (siehe Schnabl 2017).

Größenvorteile haben. Mittlere und kleine Finanzinstitute werden hingegen zur Fusion gezwungen oder werden von großen Finanzinstituten geschluckt. Mit der wachsenden Konzentration im Finanzsektor nimmt der Wettbewerb ab.

Viertens wird das Privateigentum auf den Finanzmärkten direkt oder indirekt eingeschränkt. Einerseits werden in Krisen einzelne kollabierende Finanzinstitute verstaatlicht (z.B. Commerzbank). Andererseits kommt die ultra-lockere Geldpolitik einer versteckten Verstaatlichung gleich. Denn würden die Zinsen wieder angehoben, dann würden die meisten Finanzinstitute kollabieren und müssten verstaatlicht werden. Caballero, Hoshi und Kashyab (2008) sprechen von Zombiebanken, die am Tropf der Zentralbanken hängen und an nicht mehr lebensfähige Unternehmen Kredite verlängern, weil sie sonst einen Anstieg der faulen Kredite zu befürchten hätten.

Über den Finanzsektor ist auch der Wettbewerb im Unternehmenssektor beeinträchtigt, weil viele Unternehmen durch nachsichtige Kreditvergabe am Leben erhalten werden. Es werden insbesondere auch große Unternehmen subventioniert, weil sich diese direkt zu sehr günstigen Konditionen auf den Kapitalmärkten finanzieren können. Kleine und mittlere Unternehmen sind hingegen auf Kredite von Banken angewiesen, die durch die sehr expansive Geldpolitik zunehmend in wirtschaftliche Schwierigkeiten geraten (und deshalb die Kreditzinsen möglichst hoch halten). Große Unternehmen, die grundsätzlich als kreditwürdig angesehen werden, erhalten billige Kredite für Übernahmen, die die Konzentration im Unternehmenssektor verstärken.

Fünftens wird die Vertragsfreiheit auf den Finanzmärkten eingeschränkt, weil die von billigem Geld getriebenen Exzesse auf den Finanzmärkten eine wachsende Regulierung nach sich ziehen. Seit Ausbruch der europäischen Finanz- und Schuldenkrise wurden die Regulierungsbehörden sowohl auf nationaler als auch europäischer Ebene deutlich aufgestockt. Umfangreiche Dokumentations- und Berichtspflichten sowie höhere Eigenkapitalanforderungen werden insbesondere für kleine Finanzinstitute zum Wettbewerbsproblem.

Sechstens haben die geldpolitischen Rettungsaktionen das Haftungsprinzip untergraben. In den von den niedrigen Zinsen getriebenen Boom-Phasen werden die Gewinne, die aus der schnell wachsenden Kreditvergabe und aus Spekulation auf den Finanzmärkten resultieren, privatisiert. Wenn Finanzinstitute in der Krise taumeln, werden sie auf Kosten der Allgemeinheit rekapitalisiert. Fragile Finanzinstitute werden durch die geldpolitischen Rettungsaktionen am Leben erhalten. Da sich die geldpolitischen Rettungsaktionen leicht antizipieren lassen, begünstigt das risikoreiche Verhalten und Spekulation.

Siebtens haben die geldpolitischen Rettungsmaßnahmen die Konstanz der Wirtschaftspolitik untergraben. Weil die zunehmende monetäre Expansion die Dimension von Finanzmarktblasen und -krisen deutlich erhöht hat, ist ein wachsendes Ausmaß an Rettungsmaßnahmen nötig (siehe Hoffmann und Schnabl 2016). Deren unbeabsichtigte Nebenwirkungen ziehen neue wirtschaftspolitische Interventionen nach sich. Aus der Sicht der Finanzmärkte ist statt allen keines der konstituierenden Prinzipien Euckens (1952) mehr voll erfüllt.

IV. Wachstumseffekte, Verteilungseffekte und politische Polarisierung

Da die sehr lockere Geldpolitik das Wachstum bremst und negative Verteilungseffekte nach sich zieht, bildet sie den Nährboden für eine politische Polarisierung, die die Errungenschaften des europäischen Integrationsprozesses gefährdet.

1. Negative Wachstumseffekte der geldpolitischen Rettungsaktionen²⁷

In der neoklassischen Theorie entsteht Wachstum durch die Akkumulierung von Kapital bis die Volkswirtschaft gegen ein langfristiges Gleichgewicht von Bruttoinvestitionen und Abschreibung konvergiert (vgl. Solow 1956). Dieses Gleichgewicht (Steady State) basiert auf der Annahme, dass die marginale Grenzleistungsfähigkeit der Investitionen abnimmt. Wachstum ist über diesen Punkt hinaus nur möglich, wenn es zu Innovationen (technischem Fortschritt) kommt (vgl. Solow 1957).

Mit der Aushöhlung von Euckens (1952) konstituierenden Prinzipien werden jedoch die Anreize zu Innovationen und effizienteren Produktionsprozessen schleichend unterminiert.²⁸ In Boom-Phasen geben sinkende oder niedrige Zinsen den Unternehmen Anreize, Investitionsprojekte mit niedriger Grenzleistungsfähigkeit auf den Weg zu bringen. Das war beispielsweise in den süd-, ost- und westeuropäischen Ländern seit der

²⁷ Die Vertreter der These der „säkularen Stagnation“ gehen davon aus, dass abnehmende Investitionen und geringes Wachstum unvermeidlich vorgegeben sind. Eine aus der Alterung der Gesellschaften resultierende Sparschwemme trifft auf sinkende Investitionen, was zu sinkenden realen Zinsen führt. (siehe Summers 2014, von Weizsäcker 2014). Die hier abgeleitete Erklärung für sinkende Zinsen und geringes Wachstum steht im klaren Gegensatz zur These der säkularen Stagnation, weil das geringe Wachstum auf Staatsversagen zurückgeführt wird.

²⁸ Dieser ordnungspolitische Einfluss bleibt bei Solow (1956, 1957) unberücksichtigt.

Jahrtausendwende bis zum Ausbruch der europäischen Finanz- und Schuldenkrise im Jahr 2007 der Fall.²⁹ Die durchschnittliche Grenzleistungsfähigkeit der Investitionen sinkt.

In einer Krise steigen zusammen mit dem Risiko die Zinsen, so dass Investitionen mit niedriger Grenzleistungsfähigkeit abgebrochen werden müssen. Dies hat nach Schumpeter (1912) eine Reinigungsfunktion: Produktionsfaktoren werden freigesetzt, die in neue Investitionsprojekte mit höherer Grenzleistungsfähigkeit verlagert werden können. Die durchschnittliche Grenzleistungsfähigkeit der Investitionen steigt wieder. Werden die Zinsen jedoch in der Krise stark gesenkt, dann werden Investitionsprojekte mit geringer Grenzleistungsfähigkeit am Leben erhalten. Die Produktionsfaktoren bleiben in Projekten mit niedriger Grenzleistungsfähigkeit gebunden. Die durchschnittliche Grenzleistungsfähigkeit der Investitionen bleibt niedrig.

Die durchschnittliche Grenzleistungsfähigkeit der Investitionen nimmt weiter ab, wenn aufgrund weiter sinkender Zinsen neue Projekte mit noch niedrigerer Grenzleistungsfähigkeit getätigt werden. Dies entspricht der Sichtweise von Mises (1949) und Hayek (1945), dass Inflation die effiziente Allokation von Ressourcen stört. Nach Hayek (1945) werden Preissignale verzerrt, was unproduktive Investitionsentscheidungen nach sich zieht. Mises (1949, S. 712-729) argumentierte, dass selektive Eingriffe des Staates in den Wirtschaftskreislauf aufgrund unbeabsichtigter Nebeneffekte Investitionsspiralen nach sich ziehen, die schrittweise die marktwirtschaftliche Dynamik lähmen und in die Planwirtschaft führen.

Auch Leibenstein (1966) sieht Motivation und Anreize als wichtige Determinanten eines dynamischen Effizienzkonzepts, das über die statische Allokation hinausgeht. Unternehmen realisieren nicht alle möglichen Effizienzgewinne, wenn die Konkurrenz begrenzt ist. Reduziert die ultra-lockere Geldpolitik den Wettbewerb – z.B. indem durch sinkende Finanzierungskosten alternative Gewinnmöglichkeiten geschaffen werden, nicht rentable Unternehmen am Leben erhalten werden oder die Konzentration im Unternehmenssektor steigt –, dann nehmen auch Innovationen und Effizienzgewinne ab. Aus der Sicht von Hayek (1968) wird der Wettbewerb als Entdeckungsverfahren gestört, der durch die Suche nach effizienteren Produktionsverfahren zu Produktivitätsgewinnen führt.

Die empirische Literatur, die niedrige Zinsen mit sinkenden Produktivitätsgewinnen verbindet, wächst, wobei meist kein Bezug zur Geldpolitik hergestellt wird. Gerstenberger (2017) zeigt für Deutschland, dass seit 2008 die verbesserten Finanzierungsbedingungen

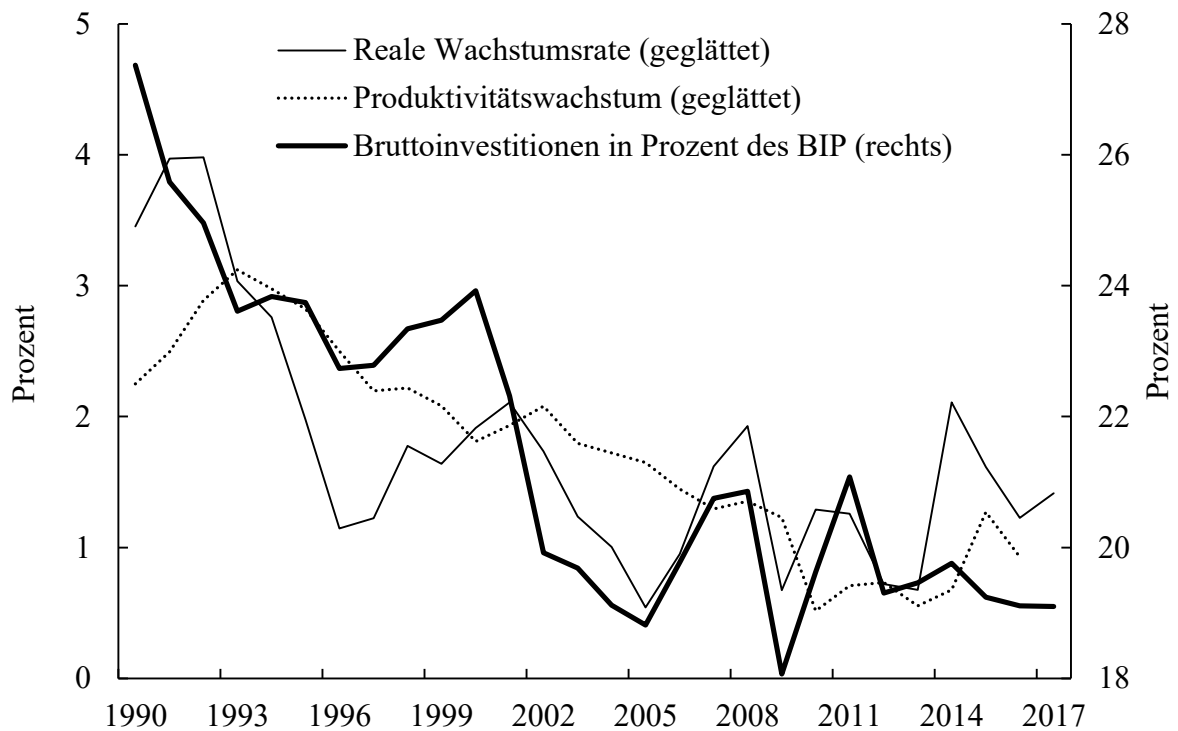
²⁹ In der österreichischen Konjunkturtheorie spricht man von Überinvestition (siehe Schnabl 2017).

für Klein- und Mittelunternehmen mit sinkenden Produktivitätsgewinnen einhergegangen sind. Barnett et al. (2012) zeigen für Großbritannien, dass seit 2007, also seit der geldpolitischen Krisentherapie in Reaktion auf die Finanzkrise, die Produktivitätsgewinne stark gesunken sind. Gopinath et al. (2015) argumentieren, dass der deutliche Rückgang der Produktivitätsgewinne in Südeuropa seit der Krise mit der Missallokation von Kapital verbunden ist. Peek und Rosengren (2005) sehen in Japan eine Fehlallokation von Kapital über den Kreditsektor, der Unternehmen mit schlechten Gewinnaussichten am Leben hält (*"ever greening"*).³⁰

Kornai (1986) prägte den Begriff der weichen Kreditrestriktionen (*soft budget constraints*) für die sozialistischen Planwirtschaften: Weil die Regierungen Arbeitslosigkeit fürchteten, stellten staatlich kontrollierte Banken billige Kredite an unproduktive Unternehmen zur Verfügung. Die Verluste der Banken wurden über die Notenpresse gedeckt. Das Ergebnis waren ineffiziente Investitionen, eine schwache Innovationstätigkeit und geringes Wachstum in den Planwirtschaften. Die Unzufriedenheit in der Bevölkerung wuchs, weil wenig Konsumgüter zur Verfügung standen und deren Qualität vergleichsweise schlecht war.

Abbildung 6: Investitionen, Produktivitätswachstum und Wachstum in Deutschland

³⁰ Borio et al. (2016) zeigen, dass in kreditgetriebenen Boom-Phasen Arbeitskräfte in Investitionsprojekte mit geringer Produktivität verlagert werden, so dass die durchschnittliche Produktivität sinkt. In der nachfolgenden Krise wird dieser Prozess nicht vollkommen umgekehrt.



Quelle: OECD: Economic Outlook. Glättung auf 5 Jahre.

Mit dem schleichenden Verstaatlichungsprozess von Banken und Unternehmen werden Wettbewerb und Wachstum zunehmend untergraben. Abb. 6 zeigt, dass in Deutschland mit den sinkenden Investitionen als Anteil am Bruttoinlandsprodukt auch die Produktivitätsgewinne und das Wachstum zurückgegangen sind. Derzeit wird das geringe Wachstumspotential in Deutschland noch durch die ultra-lockere Geldpolitik der Europäischen Zentralbank gestützt, da diese eine Export- und Immobilienblase treibt. Wenn die Blase platzt, dann wird die Wachstumsschwäche offensichtlich werden.

2. Verteilungseffekte

Die sehr expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank hat auf jeweils nationaler Ebene Verteilungseffekte, die Keile in die Gesellschaften jedes einzelnen EU-Landes treiben (siehe Hoffmann und Schnabl 2016). Verteilungseffekte resultieren einerseits aus dem negativen Einfluss der geldpolitischen Expansion auf die Produktivitätsgewinne, die die Grundlage für reale Lohnerhöhungen sind. Im Durchschnitt sind kaum mehr reale Lohnerhöhungen möglich, weil die Produktivitätsgewinne gegen null tendieren. Wenn Teile der Bevölkerung noch reale Einkommenszuwächse realisieren, müssen andere Teile reale Einkommensverluste hinnehmen. Andererseits wirkt die Europäische Zentralbank auf die

relativen Einkommens- und Vermögensverteilungen, indem die sehr lockere Geldpolitik die Vermögenspreise – insbesondere Aktien- und Immobilienpreise – nach oben treibt. Es lassen sich fünf Grundmuster der Verteilungseffekte der Geldpolitik herausarbeiten.

Erstens begünstigt die sehr lockere Geldpolitik den Finanzsektor, weil das zusätzlich von der Zentralbank geschaffene Geld dort zuerst ankommt (vgl. Cantillon 1931). Die Banken können nicht nur gewinnbringend das Kreditvolumen ausweiten, sondern können auch Aktien, Immobilien und Wertpapiere etc. zu noch konstanten Preisen erwerben. Wenn die Verkäufer dieser Vermögenswerte die erhaltenen Mittel für neue Käufe in diesen Anlageklassen verwenden oder bereitstellen, haben sich Immobilien-, Aktien- und Wertpapierpreise bereits erhöht. Dies kommt einer Umverteilung zugunsten des Finanzsektors gleich. Die Kosten liegen bei denen, die weiter entfernt von der Liquiditätsversorgung der Zentralbank liegen (Cantillon-Effekt).

Platzen die Finanzmarktblasen, von denen der Finanzsektor im Aufschwung besonders profitiert hat, dann fangen die Zentralbanken mit noch mehr billigem Geld die potentiellen Kreditausfälle und Wertverluste bei den Vermögenswerten auf.³¹ Die Unternehmen leiden hingegen in der Krise unter trüben Absatzperspektiven, weil mit den realen Löhnen die Kaufkraft stagniert. Deshalb sind in den letzten drei Dekaden die Gehälter im Finanzsektor, insbesondere im Investmentbanking und in der Vermögensverwaltung, deutlich schneller gestiegen als in der Industrie.³²

Zweitens hat die ultra-lockere Geldpolitik die Wohlhabenden reicher gemacht, weil sich bei diesen die Aktien-, Immobilien- und Wertpapiervermögen konzentrieren. Hingegen wurden die Zinsen für Bankeinlagen, mit denen die mittleren und unteren Einkommensschichten überwiegend sparen, von den Zentralbanken gegen null gedrückt.

Drittens gibt es Verteilungseffekte zwischen Jung und Alt, weil der Druck auf die Löhne nicht alle gleich trifft. Für die Älteren bleiben in der schleichenden Krise das Lohnniveau hoch und die Arbeitsplätze sicher. Für die, die neu in das Arbeitsleben eintreten, werden das Lohnniveau und die Rentenansprüche im Vergleich zu früheren Generationen abgesenkt. Der Anteil von Beschäftigungsverhältnissen mit Teilzeit- und Zeitverträgen steigt. In den südeuropäischen

³¹ Wird nach dem Platzen einer Kreditblase der traditionelle Bankensektor stärker reguliert, dann steigen die Vermögenspreise, während das Kreditgeschäft stagniert. Es profitieren Investmentbanken, während traditionell ausgerichtete Banken an Wettbewerbskraft verlieren.

³² Nimmt man an, dass die Arbeitskräfte zwischen Industrie und Finanzsektor langfristig mobil sind, dann können die Lohnniveaus in beiden Sektoren ohne die Verteilungseffekte der Geldpolitik nicht dauerhaft auseinanderdriften.

Ländern mit rigideren Arbeitsmärkten zeigen sich die Lasten der lockeren Geldpolitik in Form von hoher Jugendarbeitslosigkeit.³³

Viertens profitieren die großen Unternehmen, weil sich diese direkt zu günstigen Konditionen auf den Kapitalmärkten finanzieren können. Die EZB kauft deren Wertpapiere an und treibt mit den Aktienpreisen die Unternehmenswerte nach oben. Hingegen bleiben kleine und mittlere Unternehmen von Bankkrediten abhängig. Da die Geldpolitik vor allem kleine und mittlere Banken in eine prekäre Lage bringt, weil sie die Marge zwischen Kredit- und Einlagenzinsen drückt, stockt die Kreditvergabe an Klein- und Mittelunternehmen. Große Unternehmen übernehmen – oft mit Hilfe billiger Kredite – kleinere Unternehmen. Mit der zunehmenden Konzentration im Unternehmenssektor wachsen die Gehälter der Spitzenmanager der neuen nationalen Champions.

Konzentrieren sich die großen Unternehmen und deren Zulieferer auf bestimmte Regionen, dann verändert sich, fünftens, auch die regionale Wirtschaftsstruktur. Die wirtschaftlichen Zentren, wo sich die großen Unternehmen konzentrieren, wachsen. Die Peripherie, wo nur kleine und mittlere Unternehmen angesiedelt sind, schrumpft. Auf der Suche nach Arbeit wandern die jungen Menschen von der Peripherie in die Zentren ab.

Da die Kosten des geldpolitischen Krisenmanagements vor allem die jungen Menschen treffen, verschieben diese die Familienplanung nach hinten oder reduzieren die Anzahl der Kinder. Niedrige Geburtenraten und die fortschreitende Alterung der Gesellschaften bringen die Renten- und Krankenversicherungssysteme in Schieflage. Die Regierungen versuchen die sozialen Sicherungssysteme mit hohen Subventionen aufrecht zu erhalten. Dies löst jedoch zusätzliche Ankäufe von Staatsanleihen durch die Zentralbanken aus.³⁴

3. Sinkende Akzeptanz und politische Polarisierung

Nach Rawls (1972) wird eine Ordnung dann als gerecht empfunden, wenn alle Menschen gleiche Grundfreiheiten und Chancen haben sowie soziale und wirtschaftliche Ungleichheiten den am wenigsten Begünstigten den größtmöglichen Vorteil bringen³⁵.

³³ Der niedrige Zins in Reaktion auf das Platzen der Dotcom-Blase hat von 2003 bis 2007 Übertreibungen begünstigt. Seit dem Platzen der Blasen verhindert der sehr niedrige Zins in der Krise eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung, so dass junge Menschen keine Arbeit finden.

³⁴ Diese Entwicklungsmuster sind in Euroländern und Nicht-Euroländern gleich, weil sich die Geldpolitik der EZB über die Wechselkurse auf die kleineren Länder einschließlich der Schweiz überträgt.

³⁵ Die sogenannte Differentialprinzip besagt: "that the social and economic inequalities attached to offices and positions are to be adjusted so that, whatever the level of those inequalities, whether great or small, they are to the greatest benefit of the least advantaged members of society. (Rawls 1993, S. 6-7).

Die deutsche Wirtschaftsordnung nach Eucken (1952) stellte im Großen und Ganzen die gleichen Grundfreiheiten und Chancen sicher. Indem die wirtschaftliche Freiheit hohe Produktivitätsgewinne bewirkte, stiegen lange Zeit – trotz der mit der Marktwirtschaft verbundenen Ungleichheiten – die realen Löhne für alle Schichten der Bevölkerung. Auch die sozialen Sicherungssysteme konnten kontinuierlich ausgeweitet werden. Dies stellte die Akzeptanz der Wirtschaftsordnung und die Unterstützung für die großen Volksparteien sicher.

Für den europäischen Integrationsprozess war die deutsche Wirtschaftsordnung tragend, weil sie das Wachstum in Europa begünstigte. Hohe Wachstumsraten in ganz Europa erleichterten den Ausbau der vier Freiheiten, weil die Liberalisierung der Märkte in Europa mit Wohlstandsgewinnen assoziiert wurde. Der kontinuierliche Abbau von Schranken für den Güter-, Dienstleistungs-, Kapital- und Personenverkehr schuf zusätzliche Produktivitätsgewinne, die die Akzeptanz des europäischen Integrationsprozesses in allen Ländern weiter stärkten.

Die schnell wachsenden Einkommen brachten steigende Steuereinnahmen mit sich, die den Aufbau der europäischen Regionalpolitik und den Ausbau der gemeinsamen europäischen Institutionen erleichterten. Über die gemeinsamen europäischen Institutionen sowie über Abwertungen wurden Teile der Produktivitätsgewinne von Deutschland in andere EU-Länder umverteilt. Diese Umverteilung wurde in Deutschland akzeptiert, weil für die meisten Bürger im Sinne von Rawls (1972) Wohlstandsgewinne übrig blieben, die sich in realen Lohnerhöhungen und dem Abbau des Sozialsystems äußerten.

Der Umverteilung zwischen einzelnen Mitgliedsstaaten der Europäischen Union blieben Grenzen gesetzt, solange sie über die nationalen Budgets erfolgten und der Zustimmung jedes einzelnen Landes im Europäischen Rat bedurften.³⁶ Mit der gemeinsamen Geldpolitik hat sich dies grundlegend verändert, weil Zinssenkungen gegen null sowie umfangreiche Ankäufe von Staatsanleihen durch die Europäische Zentralbank ein großes Ausmaß an versteckter Umverteilung geschaffen haben.

Dieses wird von den TARGET-Forderungen der Deutschen Bundesbank im Europäischen System der Zentralbanken repräsentiert, die seit dem Jahr 2007 von null auf über 850 Milliarden Euro gewachsen sind (Siehe Sinn und Wollmershäuser 2012). Das entspricht einem nicht-zurückzahlenden und nicht-verzinsten Kredit von Deutschland an andere

³⁶ Die Nettozahlungen Deutschlands an die Europäische Kommission lagen 2016 bei ca. 14 Milliarden Euro.

Mitgliedsstaaten der Währungsunion (siehe Sinn 2016) in Höhe von durchschnittlich ca. 80 Milliarden Euro pro Jahr. Die Budgetrestriktion für die südeuropäischen Krisenländer wurde damit auf Kosten von Deutschland und einigen kleinen Nachbarländern maßgeblich aufgeweicht.

Die geldpolitische Rettungspolitik für die klammen Partnerländer in der Europäischen Währungsunion ist nicht nachhaltig, weil sie in Deutschland und ganz Europa Euckens (1952) Ordnung immer weiter untergräbt. Da die Produktivitätsgewinne gegen null konvergieren, geht die wirtschaftliche Basis für die Akzeptanz des europäischen Integrationsprozesses verloren. Zwar hält derzeit der von florierenden Exporten und schnell steigenden Immobilienpreisen getriebene Boom das Wachstum in Deutschland noch aufrecht, so dass die realen Löhne etwas steigen. Die Mehrheit der Bevölkerung toleriert deshalb die mit der Geldpolitik einhergehenden nationalen und supranationalen Verteilungsströme noch.

Der europäische Integrationsprozess wird jedoch zunehmend zum Nullsummenspiel, weil das Wachstum in Deutschland nicht mehr stark genug ist, um allen Beteiligten – d.h. in Deutschland, den Partnerländern mit geringeren Pro-Kopf-Einkommen sowie den gemeinsamen europäischen Institutionen – Wohlstandsgewinne zu schaffen. Platzt in Deutschland die Blase, dann dürfte die Bereitschaft zur finanziellen Solidarität schwinden, weil – wie derzeit schon in den südeuropäischen Krisenländern – die Löhne und die Leistungen der sozialen Sicherungssysteme unter Druck geraten werden. Die Nettozahlungen an die EU und die hohen TARGET-Forderungen der Bundesbank dürften dann stärker ins politische Kreuzfeuer geraten. Die Wahrscheinlichkeit steigt, dass sich die Wähler von den etablierten politischen Parteien abwenden.

Der Verfall des Wohlstandes hat in ganz Europa zusammen mit den sehr expansiven Geldpolitiken der großen Zentralbanken bereits zu Beginn der 1990er Jahre eingesetzt.³⁷ Die obere Zeile von Abbildung 7 zeigt den gemeinsamen Anteil der extremen Parteien am linken und rechten Spektrum bei den Parlamentswahlen als Durchschnitt der EU28. Die Graphik enthält auch einen Indikator für das Zinsniveau in Europa. Für die EU28 entspricht dies dem arithmetischen Mittel der Geldmarktzinsen von 1990 bis 2013, für die südeuropäischen Krisenländer dem durchschnittlichen Geldmarktzins dieser Ländergruppe bis 2012. Beide Zinsreihen werden ab 2013 durch einen implizierten Zins³⁸ fortgesetzt, der

³⁷ Die Deutsche Bundesbank hielt zwar den Zins in den 1990er Jahren noch vergleichsweise hoch, doch deutliche Zinssenkungen der Bank von Japan und der Federal Reserve drückten schon seit Mitte der 1980er Jahre auf das globale Zinsniveau.

³⁸ Approximiert anhand von Wu und Xia (2017).

– nachdem die nominalen Geldmarktzinsen die Grenze von null erreicht haben – die umfangreichen Anleihekäufe der Europäischen Zentralbank in Zinssenkungen umrechnet. Daraus ergeben sich implizierte negative Zinsen.

Der Grad der geldpolitischen Expansion und die politische Polarisierung in Europa scheinen eng miteinander verwoben, wobei eine Kausalität in beide Richtungen denkbar ist. Einerseits führt die zunehmend lockere Geldpolitik zu negativen Wachstums- und Verteilungseffekten (siehe 4.1. und 4.2.), so dass sich eine wachsende Anzahl von Verlierern von den etablierten Regierungsparteien abwendet. Zudem wenden sich Wähler ab, die die zentralbankfinanzierten Staatsausgaben nicht befürworten.

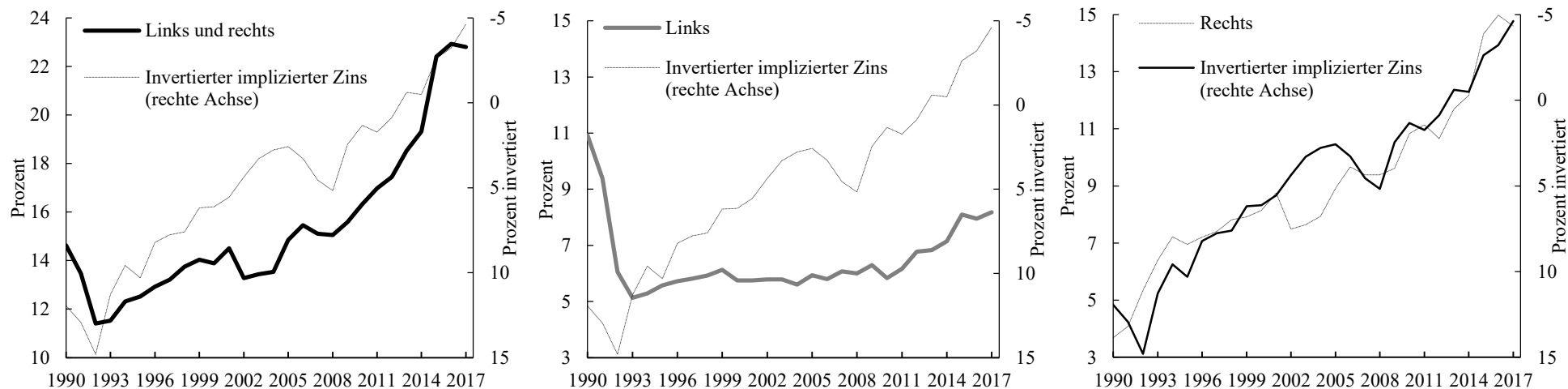
Mit dem Verlust von Stimmanteilen neigen die etablierten Regierungen zu mehr Staatsausgaben und Umverteilung, um die sozialen Ungerechtigkeiten der geldpolitischen Rettungsaktionen auszugleichen. Die umfangreichen Subventionen für Rentenversicherungen, Sozialsysteme, die nationalen regionalen Finanzausgleichssysteme sowie für die europäischen Institutionen erhöhen die Lasten für die öffentlichen Haushalte. Daraus entsteht zusätzlicher Druck auf die Europäische Zentralbank Staatsanleihen anzukaufen, um dem Bankrott von Staaten vorzugreifen. Eine Abwärtsspirale hat sich in Gang gesetzt.

Das Muster der politischen Polarisierung ist je nach Land und Region unterschiedlich. In den südlichen Krisenländern wachsen die extremen linken Parteien schneller als im Rest der EU28 (siehe auch Abb. 8 im Anhang). Ein Grund dürfte die Hoffnung sein, dass die wirtschaftlichen Probleme mit Hilfe von Umverteilung aus den nördlichen Partnerländern gelöst bzw. abgemildert werden. In dem von spekulativen Kapitalzuflüssen getriebenen Boom vor der Krise (2002 – 2007) hatte der Anteil der extremen Parteien noch deutlich abgenommen.³⁹

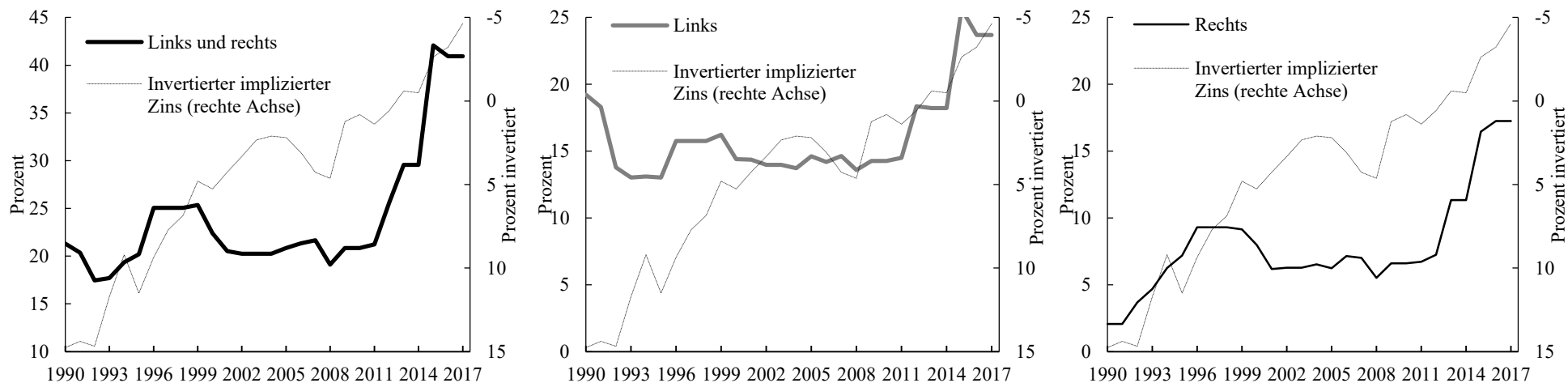
³⁹ Dies erklärt auch, warum die etablierten Parteien – wie derzeit in Deutschland – kreditgetriebenen Übertreibungen keinen Einhalt zu gebieten.

Abbildung 7: Implizierter Geldmarktzins und Stimmanteile extremer rechter und linker Parteien bei Parlamentswahlen

EU28 (arithmetischer Durchschnitt)



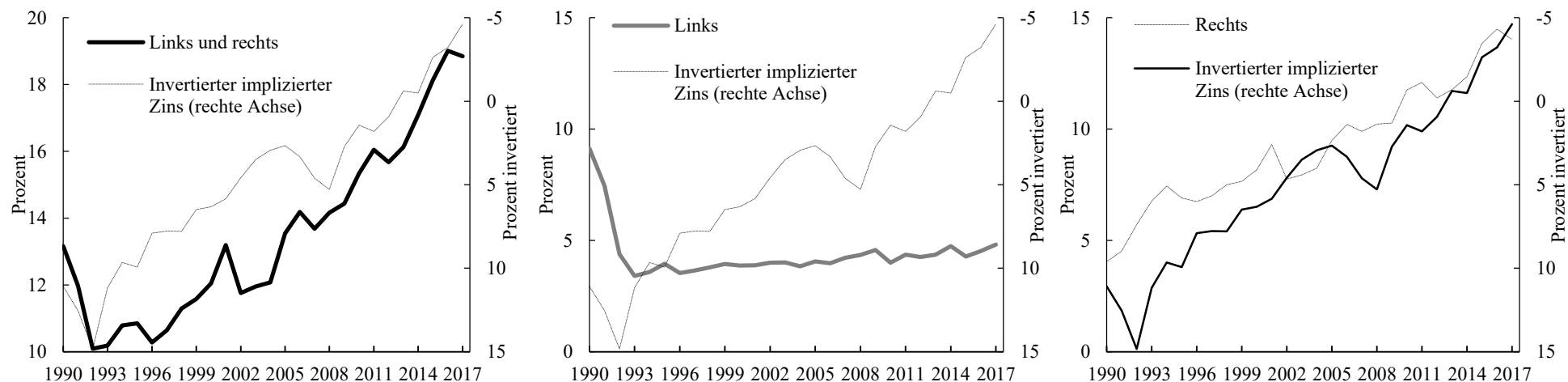
Südeuropäische Krisenländer (Griechenland, Italien, Portugal, Spanien, Zypern) (arithmetischer Durchschnitt)



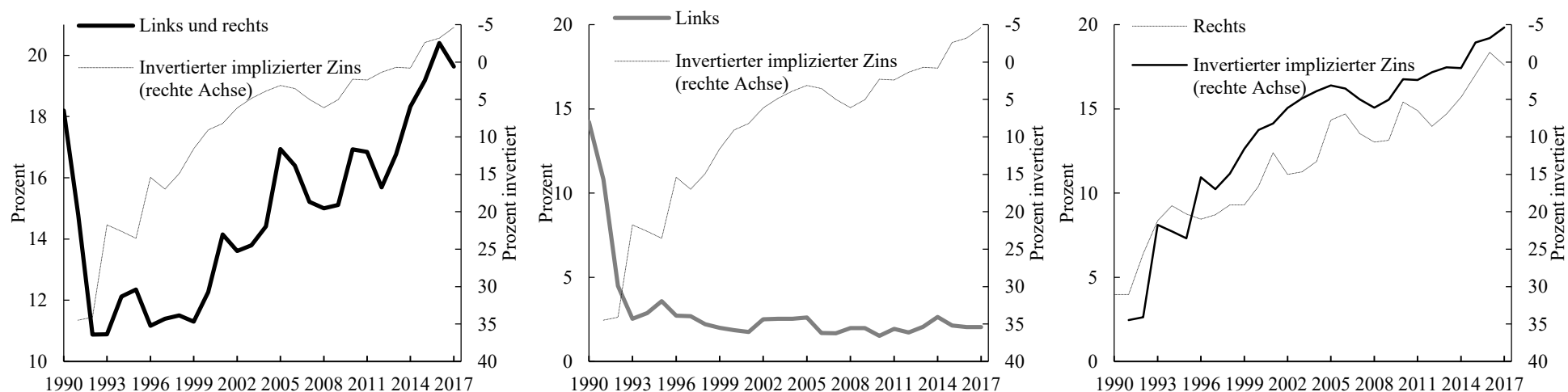
Quellen: OECD, Wu und Xia (2017) sowie eigene Berechnungen basierend auf Daten von Parties and Elections in Europe. Die Kategorisierung als extrem rechts und links folgt Funke et al (2015). Durchschnittlicher europäischer Geldmarktzins bis 2013. Anschließend approximiert nach Wu und Xia (2017).

Abbildung 8: Implizierter Geldmarktzins und Stimmanteile extremer rechter und linker Parteien bei Parlamentswahlen

EU28 ohne südeuropäische Krisenländer (arithmetischer Durchschnitt)



Mittel- und Osteuropa (Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Slowenien, Slowakei, Tschechische Republik, Ungarn) (arithmetischer Durchschnitt)



Quellen: OECD, Wu und Xia (2017) sowie eigene Berechnungen basierend auf Daten von Parties and Elections in Europe. Die Kategorisierung als extrem rechts und links folgt Funke et al (2015). Durchschnittlicher europäischer Geldmarktzins bis 2013. Anschließend approximiert nach Wu und Xia (2017).

In den mittel- und osteuropäischen Ländern wachsen die extrem linken Parteien dagegen kaum oder nur moderat (siehe Abb. 8), was am kommunistischen Erbe dieser Länder liegen könnte. Den Menschen dürfte noch bewusst sein, dass die Verstaatlichung des Wirtschaftsprozesses mit Wohlstandsverlusten verbunden ist. Es wachsen stattdessen die Parteien am rechten Rand des politischen Spektrums. Das starke Wachstum der Parteien am rechten Rand in Deutschland und seinen wirtschaftlich starken Nachbarländern könnte die Sorge repräsentieren, dass die Umverteilungsbestrebungen der Europäischen Union und innerhalb der Europäischen Währungsunion den Wohlstand gefährden. Zudem wächst die Sorge um die Stabilität der Währung.

Die obere Zeile von Abbildung 7 zeigt in der Mitte und rechts, dass für den Durchschnitt aller EU28-Länder die politische Polarisierung am rechten Rand schneller voranschreitet als am linken Rand. Dies könnte daran liegen, dass der wachsende Lohndruck für wachsende Teile der Bevölkerung der Globalisierung bzw. den vier Freiheiten in der EU angelastet werden (siehe Rodrik 2017 mit Bezug zur Globalisierung). Dies schürt Ängste vor Freihandel und vor der freien Bewegung von Arbeitskräften. Der wirtschaftliche Nationalismus gewinnt an Bedeutung wie der Brexit oder Bewegungen wie „France First“ und „Poland First“ zeigen.

Zudem wird die Finanzkrise den Märkten angelastet (siehe z.B. Piketty 2012), so dass mehr reguliert und umverteilt wird. Weil mit mehr Regulierung, Handelsschranken und Umverteilung die Wirtschaftsordnung noch weiter untergraben wird, dreht sich die Abwärtsspirale von geldpolitischer Expansion, negativen Wachstums- und Verteilungseffekten der Geldpolitik und politischer Polarisierung schneller.

V. Ausblick

Der Wohlstand in Europa basierte lange Zeit auf einem Wettbewerb der Ordnungen bzw. der Wachstumsmodelle. Die Wirtschaftsordnung nach Eucken (1952) war im Einklang mit der funktionellen Integration und legte die wirtschaftliche Grundlage für den europäischen Integrationsprozess. Vor allem hohe Produktivitätsgewinne im nördlichen Teil Europas ermöglichten den Anstieg der realen Lohnniveaus und den Ausbau der Sozialsysteme in ganz Europa sowie den Aufbau von gemeinsamen europäischen Institutionen.

Solange die Finanzierung der gemeinsamen europäischen Institutionen auf Beschlüssen des Europäischen Rates basierte, waren dem Ausmaß der Umverteilung auf europäischer Ebene Grenzen gesetzt. Die Zinssenkungen gegen Null und die hohen Wertpapierkäufe der

Europäischen Zentralbank haben jedoch das politische Gleichgewicht zugunsten der auf zentralbankfinanzierten Staatsausgaben ausgerichteten Wachstumsmodelle verschoben. Das unterhöhlt Euckens (1952) Wirtschaftsordnung und schaltet den Systemwettbewerb aus, auf dem der Wohlstand Europas begründet ist. Insbesondere wurde die Wachstumsdynamik von Deutschland unterhöhlt, das lange die wirtschaftliche Basis für den europäischen Integrationsprozess lieferte

Die Verteilungseffekte der ultra-lockeren Geldpolitik, die in jedem einzelnen Mitgliedsland der EU ähnlich wirken, werden bei sinkendem Wachstum zum Stolperstein für die wirtschaftliche und politische Integration in Europa. Denn sie erodieren die europäische Mittelschicht und schaffen den Nährboden für wirtschaftlichen und politischen Nationalismus, der im Falle des Vereinigten Königreiches bereits zum Austritt aus der Europäischen Union geführt hat.

Aus ordnungspolitischer Sicht kann deshalb eine weitere Zentralisierung der Europäischen Union, die auf einer Finanzierung wachsender gemeinsamer Ausgaben durch die Europäische Zentralbank setzt, nicht die Lösung für die schleichende Krise sein. Da dieser Weg vielmehr die Ursache der Krise ist, würden die politische Polarisierung und die Divergenz in der Europäischen Union weiter begünstigt. Der einzige Weg zurück zu einer vielversprechenden Zukunft der Europäischen Union ist deshalb die Rückkehr zur Wirtschaftsordnung nach Eucken (1952) einschließlich einer stabilitätsorientierten Geldpolitik.

Da mit der beispiellosen Geldschwemme große strukturelle Verzerrungen entstanden sind, ist nur ein langsamer Ausstieg aus der sehr lockeren Geldpolitik möglich, um größere wirtschaftliche Verwerfungen zu vermeiden. Denkbar sind kleine und entschlossene Leitzinserhöhungen von 0,5 Prozentpunkten pro Jahr. Dies würde den Banken, Unternehmen und Staaten ausreichend Zeit geben, um sich effizienter zu reorganisieren. Daraus resultierende Produktivitätsgewinne würden die Grundlage für Lohnerhöhungen für breite Bevölkerungsschichten und damit für mehr Akzeptanz des europäischen Integrationsprozesses bilden. Die Zukunft insbesondere der jungen Menschen in der Europäischen Union würde gesichert und damit auch die Zukunft der Europäischen Union.

Literatur

- Barnett, Alina / Chiu, Adrian / Franklin, Jeremy / Sebastiá-Barriel, Maria (2014): The Productivity Puzzle: a Firm-Level Investigation into Employment Behavior and Resource Allocation over the Crisis. *Bank of England Working Paper* 495.
- Böhm, Franz (1950): Die Idee des ORDO im Denken Walter Euckens. Dem Freund und Mitherausgeber zum Gedächtnis. *ORDO: Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft* 3, 15-64. Balassa, Bela (1961), The Theory of Economic Integration. Irwin, Homewood, Illinois.
- Borio, Claudio / Kharroubi, Enisse / Upper, Christian / Zampolli, Fabrizio (2016): Labour Reallocation and Productivity Dynamics: Financial Causes, Real Consequences. BIS Working Papers 534.
- Caballero, Ricardo / Hoshi, Takeo / Kashyap, Anil (2008): Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan, *American Economic Review* 98, 5, 1943–1977.
- Cantillon, Richard (1931): *Abhandlung über die Natur des Handels im allgemeinen*, Jena.
- De Grauwe, Paul (2016): *The Economic of Monetary Union*. Oxford: Oxford University Press.
- Erhard, Ludwig (1957): *Wohlstand für Alle*. Düsseldorf: Econ-Verlag.
- Eucken, Walter (1952): *Grundsätze der Wirtschaftspolitik*. Tübingen und Zürich: Mohr Siebeck und Polygraphischer Verlag.
- Europäische Kommission (2017): Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union. 31.05.2017. https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_en.pdf
- Freytag, Andreas / Schnabl, Gunther (2017): Monetary Policy Crisis Management as a Threat to Economic Order. *Credit and Capital Markets* 50 2, 151-169.
- Funke, Manuel / Schularick, Moritz / Trebesch, Christoph (2015): Politics in the slump: polarization and extremism after Financial Crises, 1870–2014. Unpublished, Free University of Berlin.
- Gerstenberger, Juliane / Schnabl, Gunther (2017): The Impact of Japanese Monetary Policy Crisis Management on the Japanese Banking Sector. *CESifo Working Paper* 6440.
- Gopinath, Gita / Şebnem Kalemli-Özcan / Loukas Karabarbounis / Carolina Villegas-Sanchez (2017): Capital Allocation and Productivity in South Europe. *The Quarterly Journal of Economics* forthcoming.
- Gros, Daniel / Thygesen, Nils (1998): *European Monetary Integration: from the EMS to EMU*. Harlow, England, New York: Addison Wesley Longman.
- Hayek, Friedrich A. von (1931): *Prices and Production*. New York: August M. Kelly Publishers.
- Hayek, Friedrich A. von (1944): *The Road to Serfdom*. Chicago: University of Chicago Press.

- Hayek, Friedrich August (1945): The Use of Knowledge in Society. *American Economic Review*, 35, 4, 519-530.
- Hayek, Friedrich A. von (1968): *Der Wettbewerb als Entdeckungsverfahren*, in: Internationales Institut „Österreichische Schule der Nationalökonomie" (Hg.), Die Österreichische Schule der Nationalökonomie, Texte – Band II von Hayek bis White, Manz'sche Verlags- und Universitätsbuchhandlung, Wien, S. 119-137.
- Hayek, Friedrich A. von (1990): *Denationalisation of Money: The Argument Refined*. Auburn (AL): Ludwig von Mises Institute.
- Hirschmann, Albert (1970): *Exit, Voice and Loyalty. Responses to Decline in Firms, Organizations and States*. Cambridge (MA): Harvard University Press.
- Hoffmann, Andreas / Gunther Schnabl (2016): The Adverse Effects of Ultra-Loose Monetary Policies on Investment, Growth and Income Distribution. *Cato Journal* 36, 3, 449-484.
- Hume, David (1742/1985): *Of the Rise and Progress of the Arts and Sciences*. In: Miller, Eugene (Hg.), David Hume: Essays, Moral, Political and Literary, Liberty Fund, Indianapolis.
- Juncker, Claude (2017): President Jean-Claude Juncker's State of the Union Address 2017. European Commission Press Release Database. 13.09.2017, URL: http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-17-3165_en.htm (abgerufen am 28.09.2017).
- Kornai, Janos (1986): The Soft Budget Constraint. *Kyklos* 39, 1, 3–30.
- Leibenstein, Harvey (1966): Allocative Efficiency vs. X-Efficiency. *American Economic Review* 56, 3, 392-415.
- Miksch, Leonhard. (1937): *Wettbewerb als Aufgabe: die Grundsätze einer Wettbewerbsordnung*. Stuttgart: Kohlhammer.
- Mises, Ludwig von (1912): *Die Theorie des Geldes und der Umlaufmittel*. Leipzig: Duncker und Humblot.
- Mises, Ludwig von (1919): *Human Action. Scholar's Edition*. Auburn (AL): Ludwig von Mises Institute.
- Montesquieu, Charles (1748/1989): *Montesquieu: The Spirit of the Laws*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Müller-Armack, Alfred (1950/1982): *Social Irenics*. In: Stützel, Wolfgang, Christian Watrin, Hans Willgerodt und Karl Hohmann (eds.): Standard Texts of the Social Market Economy, Gustav Fischer, Stuttgart and New York, 347-359.
- Mundell, Robert (1961): Optimum Currency Areas. *American Economic Review* 51, 4, 717-724.
- Peek, Joe / Eric Rosengren (2005): Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan. *American Economic Review* 95, 4, 1144–1166.
- Piketty, Thomas (2014): *Capital in the Twenty-First Century*. Cambridge (MA): The Belknap Press of Harvard University Press.

- Rawls, John (1972/1999): *A Theory of Justice*. Cambridge (MA): Harvard University Press.
- Rawls, John (1993): *Political Liberalism*. New York: Columbia University Press.
- Rodrik, Danny (2017): Populism and the Economics of Globalization. *HKS Working Paper* No. RWP17-026.
- Salmon, Pierre (1987): Decentralisation as an Incentive Scheme. *Oxford Review of Economic Policy* 3, 2, 24-43.
- Schnabl, Gunther (2017): The Failure of ECB Monetary Policy from a Mises-Hayek Perspective. *CESifo Working Paper* 6388.
- Sinn, Hans-Werner und Timo Wollmershäuser (2012): Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility. *International Tax and Public Finance* 19, 4, 468-508.
- Sinn, Hans-Werner (2016): *Der Schwarze Juni*. München: Verlag Herder.
- Smith, Adam (1827): *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Edinburgh: Nelson and Brown.
- Solow, Robert (1956): A Contribution to the Theory of Economic Growth. *Quarterly Journal of Economics* 70, 1, 65–94.
- Solow, Robert (1957): Technical Change and the Aggregate Production Function. *Review of Economics and Statistics* 39, 2, 312–320.
- Summers, Larry (2014): U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound. *Business Economics* 49, 2, 65–73.
- Tocqueville, Alexis de (1835/1945): *Democracy in America*. New York.
- Trichet, Jean-Claude (2011): A Centralized Europe is a Globalized Europe. *Reuters Macroscope*, 27.12.2011.
- Vaubel, Roland (2008): *A history of thought on institutional competition*. In: Bergh, Andreas und Rolf Höijer (Hg.), *Institutional Competition*, Cheltenham, Elgar, Cheltenham (UK) and Nothampton (MA, USA), 29-66.
- von Weizsäcker, Christian (2014): Public Debt and Price Stability. *German Economic Review* 15, 1, 42–61
- Weede, Erich (2008): *Asia's giants in the world economy: China and India*. In: Bergh, Andreas und Rolf Höijer (Hg.), *Institutional Competition*, Cheltenham: Elgar, Cheltenham (UK) and Nothampton (MA, USA), 230-260.
- Wu, Jing Cynthia / Fan Dora Xia (2017): Time Varying Lower Bound of Interest Rates in Europe. *Chicago Booth Research Paper*, 17-06.

Anhang

Kategorisierung der Parteien

Die Kategorisierung der links und rechts extremen Parteien folgt Funke, Schularick und Trebesch (2015). Das Spektrum der rechtsextremistischen Parteien umfasst Parteien der „alten“ und „neuen“ Rechten. Diese Gruppe umfasst rechts-extremistische (far-right extremism), rechts-populistische (right-wing populism) und euroskeptische Parteien, die die derzeitige europäische Wirtschaftsordnung ablehnen. Das Spektrum der linksextremistischen Parteien umfasst sowohl Parteien, die kommunistische und/oder marxistisch-leninistische Positionen haben, als auch Parteien, deren Politik auf einer antikapitalistischen Ideologie basiert, und die ebenfalls die derzeitige Wirtschaftsordnung ablehnen.

Tabelle 1: Liste extremer linker und rechter Parteien seit 1990

Österreich, AT

Links: Kommunistische Partei Österreichs (KPÖ).

Rechts: Freiheitliche Partei Österreichs (FPÖ), Bündnis Zukunft Österreich (BZÖ).

Belgien, BE

Links: Parti du Travail de Belgique (PTB-PvdA), Kommunistische Partij van België (KPB/PCB).

Rechts: Vlaams Belang (VB), Parti Populaire (PP), Front National (FN).

Bulgarien, BG

Links: Bălgarska Komunisticheska Partiya (BKP).

Rechts: Ataka, Natzionalen Front za Spasenie na Bulgaria (NFSB), Обединени Патриоти (engl. United Patriots), Bălgarska Bez Cenzura (BBC).

Zypern, CY

Links: Anorthotiko Komma Ergazomenou Laou (AKEL).

Rechts: Ethniko Laiko Metopo (ELAM), Νέοι Ορίζοντες (NEO), Evropaiko Komma (Evroko), Kinima Allilegyi (KA).

Tschechische Republik, CZ

Links: Komunistická Strana Čech a Moravy (KSČM), Komunistická strana Československa (KSČ).

Rechts: Úsvit - Národní Koalice (ÚSVIT), Sdružení pro Republiku - Republikánská strana Československa (SPR-RSČ), Nezávislí demokraté (NEZDEM), Národní strana (NS), Dělnická strana sociální spravedlnosti (engl. Workers' Party).

Deutschland, DE

Links: Partei des Demokratischen Sozialismus (PDS) / die Linke, Marxistisch-Leninistische Partei Deutschlands (MLPD).

Rechts: Alternative für Deutschland (AFD), Nationaldemokratische Partei Deutschlands (NPD), Die Republikaner (REP), Bürgerbewegung pro Deutschland (PRO), Ab jetzt... Demokratie für Volksabstimmung (Volksabstimmung), Deutsche Volksunion (DVU), Pro Deutsche Mitte (pro DM), Bund freier Bürger (BFB).

Dänemark, DK

Links: Enhedslisten – De Rød-Grønne (Enhl., Ø), Socialistisk Folkeparti (SF), Fælles

Kurs.	
Rechts:	Dansk Folkeparti (DF), Fremskridtspartiet.
Estland, EE	
Links:	Eestimaa Kommunistlik Partei (EKP), Eesti Vasakpartei (EVP), Eestimaa Ühendatud Vasakpartei (EÜVP).
Rechts:	Eesti Iseseisvuspartei, (EIP), Eesti Konservatiivne Rahvaerakond (EKRE).
Spanien, ES	
Links:	Izquierda Unida (IU), La Izquierda Plural, Bloque Nacionalista Galego (BNG), Esquerra Republicana de Catalunya (ERC), Podemos, Unidad Popular, Unidos Podemos, Euskal Herria Bildu (EHB), Batasuna (HB) Euskadiko Ezkerra (EE).
Rechts:	
Frankreich, FR*	
Links:	Extrême gauche (EXG), La France Insoumise (FI), Front de gauche (FG), Parti communiste français (PCF), Revolutionary Communist League (LCR), Lutte Ouvrière (LO).
Rechts:	Debout la France (DLF), Front National (FN), Divers extrême droite (EXD), Mouvement pour la France (MPF).
*Stimmanteile entsprechen denen des ersten Wahlgangs.	
Finnland, FN	
Links:	Vasemmistoliitto (VAS), Suomen Kommunistinen Puolue (SKP).
Rechts:	Suomen maaseudun puolue (SMP), Perussuomalaiset (PS).
Griechenland, GR	
Links:	Ανανεωτική Κομμουνιστική Οικολογική Αριστερά (AKOA), Neo Aristero Revma (NAR), Οικολόγοι Εναλλακτικοί (OE), Kommounistikó Kómma Elládas (KKE), Dimokratiko Koinoniko Kinima (DIMAR), Synaspismós Rizospastikís Aristerás (Syriza), Antikapitalistiki Aristeri Synergasia gia tin Anatropi (Ant.Ar.Sy.A), Laïkí Enótita (LAE).
Rechts:	Chrysi Avyi (XA), Ethniki Politiki Enosis (EPIEN/EPEN), Politiki Anixi (POLA), Laikós Orthódoxos Synagermós (LAOS).
Kroatien, HR	
Links:	Ljevica Hrvatske, Akcija Socijaldemokrata Hrvatske (ASH), Hrvatski Laburisti - Stranka Rada (HL-SR).
Rechts:	Hrvatski Demokratski Savez Slavonije i Baranje (HDSSB), Srpska Demokratska Stranka (SDS), Hrvatska stranka prava (HSP), Hrvatska kršćanska demokratska unija (HKDU), Hrvatska građanska stranka (HGS), Hrvatska stranka prava dr. Ante Starčević (HSP AS).
HU	
Links:	Magyar Munkáspárt, Hazafias Választási Koalíció (HVK).
Rechts:	Jobbik Magyarországért Mozgalom (JOBBIK), Fidesz – Magyar Polgári Szövetség (Fidesz), Kereszténydemokrata Néppárt (KDNP), Független Kisgazda-, Földmunkás- és Polgári Párt (PkgP), Magyar Igazság és Élet Pártja (MIÉP).
IR	
Links:	Anti-Austerity Alliance-People Before Profit (AAA-PBP), Comhghuaillíocht an Phobail roimh Bhrabús (PBPA), Daonlathas Clé, Páirtí na nOibrithe (WP), Páirtí Sóisialach, Páirtí Sóisialach na nOibrithe (SWP), Sinn Féin (SF).
Rechts:	
IT	
Links:	Partito Comunista Italiano (PCI), Democrazia Proletaria (DP), Partito della Rifondazione Comunista (PRC), Partito dei Comunisti Italiani (PdCI), La Sinistra – L'Arcobaleno (SA), Partito Comunista dei Lavoratori (PCL), Sinistra Critica (SC), Sinistra Ecologia Libertà (SEL).
Rechts:	Movimento 5 Stelle (M5S), Lega Nord (LN), Movimento Sociale Italiano – Destra Nazionale (MSI-DN), Alleanza Nazionale, AN (AN), Movimento Sociale – Fiamma Tricolore (MS-FT), Alternativa Sociale, Fratelli d'Italia (FdI).
LT	
Links:	Lietuvos komunistų partija (LKP), Socialistinis liaudies frontas (SPF), Fronto partija (FRONTAS)

Rechts: Lietuvių tautininkų sąjunga (LTS–NP), Partija „Jaunoji Lietuva“ (JL), Partija tvarka ir teisingumas (PTT)

LV
 Links: Latvijas Komunistiskā partija (LKP), Latvijas Sociālistiskā partija (LSP).
 Rechts: Nacionālā Apvienība (NA), ēvzemei un Brīvībai (TB/LNNK), Latvijas Nacionālās Neatkarības Kustība (LNNK), Tēvzemei un Brīvībai/LNNK (TB/LNNK), Visu Latvijai! (VL), No sirds Latvijai (NSL).

LU
 Links: Déi Lénk (LÉNK), Kommunistesch Partei Lëtzebuerg (KPL).
 Rechts: National Bewegung (NB).

Malta, MT
 Links:
 Rechts: Imperium Europa, Azzjoni Nazzjonali (AN), Alleanza Bidla (AB), Moviment Patrijotti Maltin (MPM).

Niederlande, NL
 Links: Socialistische Partij (SP).
 Rechts: Partij voor de Vrijheid (PVV), Staatkundig Gereformeerde Partij (SGP).

Polen, PL
 Links: Polska Zjednoczona Partia Robotnicza (PZPR), Polska Partia Pracy (PPP), Zjednoczone Stronnictwo Ludowe (ZSL).
 Rechts: Samoobrona Rzeczpospolitej Polskiej (SRP), Ruch Odbudowy Polski (ROP), Liga Polskich Rodzin (LPR), Prawo i Sprawiedliwość (piS), Kukiz'15 (Kukiz'15).

Portugal, PT
 Links: Bloco de Esquerda (BE), Partido Comunista dos Trabalhadores Portugueses/Movimento Reorganizativo do Partido do Proletariado (PCTP/MRPP), Coligação Democrática Unitária (CDU), União Democrática Popular (UDP), Partido Renovador Democrático (PRD).
 Rechts: Portugal à Frente (PàF), CDS – Partido Popular (CDS-PP), Partido Nacional Renovador (PNR).

Rumänien, RO
 Links: Partidul Socialist al Muncii (PSM).
 Rechts: Partidul România Mare (PRM), Partidul Noua Generație - Creștin Democrat (PNGCD; früher Partidul Noua Generație, PNGCD/PNG), Partidul România Unită (PRU), Partidul Unității Naționale a Românilor (PUNR).

Slowakei, SK
 Links: Komunistická strana Slovenska (KSS), Združenie robotníkov Slovenska (ZRS), Spoločná voľba.
 Rechts: Ľudová Strana Naše Slovensko (ĽSNS), Slovenská národná strana (SNS), Prává Slovenská národná strana (PSNS).

Slowenien, SI
 Links: Socialistična stranka Slovenije (SSS), Združena levica (ZL).
 Rechts: Slovenska Nacionalna Stranka (SNS), Lipa.

Schweden, SE
 Links: Vänsterpartiet (V).
 Rechts: Sverigedemokraterna (SD), Ny Demokrati (NyD).

Vereinigtes Königreich, UK
 Links: Socialist Labour Party (SLP), Scottish Socialist Party (SSP).
 Rechts: United Kingdom Independence Party (UKIP), Democratic Unionist Party (DUP), English Democrats Party (Eng Dem?), Scottish National Party (SNP).

Universität Leipzig

Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät

Nr. 1	Wolfgang Bernhardt	Stock Options wegen oder gegen Shareholder Value? Vergütungsmodelle für Vorstände und Führungskräfte 04/1998
Nr. 2	Thomas Lenk / Volkmar Teichmann	Bei der Reform der Finanzverfassung die neuen Bundesländer nicht vergessen! 10/1998
Nr. 3	Wolfgang Bernhardt	Gedanken über Führen – Dienen – Verantworten 11/1998
Nr. 4	Kristin Wellner	Möglichkeiten und Grenzen kooperativer Standortgestaltung zur Revitalisierung von Innenstädten 12/1998
Nr. 5	Gerhardt Wolff	Brauchen wir eine weitere Internationalisierung der Betriebswirtschaftslehre? 01/1999
Nr. 6	Thomas Lenk / Friedrich Schneider	Zurück zu mehr Föderalismus: Ein Vorschlag zur Neugestaltung des Finanzausgleichs in der Bundesrepublik Deutschland unter besonderer Berücksichtigung der neuen Bundesländer 12/1998
Nr. 7	Thomas Lenk	Kooperativer Föderalismus – Wettbewerbsorientierter Föderalismus 03/1999
Nr. 8	Thomas Lenk / Andreas Mathes	EU – Osterweiterung – Finanzierbar? 03/1999
Nr. 9	Thomas Lenk / Volkmar Teichmann	Die fiskalischen Wirkungen verschiedener Forderungen zur Neugestaltung des Länderfinanzausgleichs in der Bundesrepublik Deutschland: Eine empirische Analyse unter Einbeziehung der Normenkontrollanträge der Länder Baden-Württemberg, Bayern und Hessen sowie der Stellungnahmen verschiedener Bundesländer 09/1999
Nr. 10	Kai-Uwe Graw	Gedanken zur Entwicklung der Strukturen im Bereich der Wasserversorgung unter besonderer Berücksichtigung kleiner und mittlerer Unternehmen 10/1999
Nr. 11	Adolf Wagner	Materialien zur Konjunkturforschung 12/1999
Nr. 12	Anja Birke	Die Übertragung westdeutscher Institutionen auf die ostdeutsche Wirklichkeit – ein erfolg-versprechendes Zusammenspiel oder Aufdeckung systematischer Mängel? Ein empirischer Bericht für den kommunalen Finanzausgleich am Beispiel Sachsen 02/2000
Nr. 13	Rolf H. Hasse	Internationaler Kapitalverkehr in den letzten 40 Jahren – Wohlstandsmotor oder Krisenursache? 03/2000
Nr. 14	Wolfgang Bernhardt	Unternehmensführung (Corporate Governance) und Hauptversammlung 04/2000
Nr. 15	Adolf Wagner	Materialien zur Wachstumsforschung 03/2000
Nr. 16	Thomas Lenk / Anja Birke	Determinanten des kommunalen Gebührenaufkommens unter besonderer Berücksichtigung der neuen Bundesländer 04/2000
Nr. 17	Thomas Lenk	Finanzwirtschaftliche Auswirkungen des BundesverfassungsgerichtsUrteils zum Länderfinanzausgleich vom 11.11.1999 04/2000
Nr. 18	Dirk Büchel	Continuous linear utility for preferences on convex sets in normal real vector spaces 05/2000
Nr. 19	Stefan Dierkes / Stephanie Hanrath	Steuerung dezentraler Investitionsentscheidungen bei nutzungsabhängigem und nutzungsunabhängigem Verschleiß des Anlagenvermögens 06/2000
Nr. 20	Thomas Lenk / Andreas Mathes / Olaf Hirschfeld	Zur Trennung von Bundes- und Landeskompetenzen in der Finanzverfassung Deutschlands 07/2000
Nr. 21	Stefan Dierkes	Marktwerte, Kapitalkosten und Betafaktoren bei wertabhängiger Finanzierung 10/2000
Nr. 22	Thomas Lenk	Intergovernmental Fiscal Relationships in Germany: Requirement for New Regulations? 03/2001
Nr. 23	Wolfgang Bernhardt	Stock Options – Aktuelle Fragen Besteuerung, Bewertung, Offenlegung 03/2001

Nr. 24	Thomas Lenk	Die „kleine Reform“ des Länderfinanzausgleichs als Nukleus für die „große Finanzverfassungs-reform“? 10/2001
Nr. 25	Wolfgang Bernhardt	Biotechnologie im Spannungsfeld von Menschenwürde, Forschung, Markt und Moral Wirtschaftsethik zwischen Beredsamkeit und Schweigen 11/2001
Nr. 26	Thomas Lenk	Finanzwirtschaftliche Bedeutung der Neuregelung des bundestaatlichen Finanzausgleichs – Eine allkoative und distributive Wirkungsanalyse für das Jahr 2005 11/2001
Nr. 27	Sören Bär	Grundzüge eines Tourismusmarketing, untersucht für den Südraum Leipzig 05/2002
Nr. 28	Wolfgang Bernhardt	Der Deutsche Corporate Governance Kodex: Zuwahl (comply) oder Abwahl (explain)? 06/2002
Nr. 29	Adolf Wagner	Konjunkturtheorie, Globalisierung und Evolutionsökonomik 08/2002
Nr. 30	Adolf Wagner	Zur Profilbildung der Universitäten 08/2002
Nr. 31	Sabine Klinger / Jens Ulrich / Hans-Joachim Rudolph	Konjunktur als Determinante des Erdgasverbrauchs in der ostdeutschen Industrie? 10/2002
Nr. 32	Thomas Lenk / Anja Birke	The Measurement of Expenditure Needs in the Fiscal Equalization at the Local Level Empirical Evidence from German Municipalities 10/2002
Nr. 33	Wolfgang Bernhardt	Die Lust am Fliegen Eine Parabel auf viel Corporate Governance und wenig Unternehmensführung 11/2002
Nr. 34	Udo Hielscher	Wie reich waren die reichsten Amerikaner wirklich? (US-Vermögensbewertungsindex 1800 – 2000) 12/2002
Nr. 35	Uwe Haubold / Michael Nowak	Risikoanalyse für Langfrist-Investments Eine simulationsbasierte Studie 12/2002
Nr. 36	Thomas Lenk	Die Neuregelung des bundesstaatlichen Finanzausgleichs auf Basis der Steuerschätzung Mai 2002 und einer aktualisierten Bevölkerungsstatistik 12/2002
Nr. 37	Uwe Haubold / Michael Nowak	Auswirkungen der Renditeverteilungsannahme auf Anlageentscheidungen Eine simulationsbasierte Studie 02/2003
Nr. 38	Wolfgang Bernhard	Corporate Governance Kodex für den Mittel-Stand? 06/2003
Nr. 39	Hermut Kormann	Familienunternehmen: Grundfragen mit finanzwirtschaftlichen Bezug 10/2003
Nr. 40	Matthias Folk	Launhardtsche Trichter 11/2003
Nr. 41	Wolfgang Bernhardt	Corporate Governance statt Unternehmensführung 11/2003
Nr. 42	Thomas Lenk / Karolina Kaiser	Das Prämienmodell im Länderfinanzausgleich – Anreiz- und Verteilungsmittelnwirkungen 11/2003
Nr. 43	Sabine Klinger	Die Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung des Haushaltsektors in einer Matrix 03/2004
Nr. 44	Thomas Lenk / Heide Köpping	Strategien zur Armutsbekämpfung und –vermeidung in Ostdeutschland: 05/2004
Nr. 45	Wolfgang Bernhardt	Sommernachtsfantasien Corporate Governance im Land der Träume. 07/2004
Nr. 46	Thomas Lenk / Karolina Kaiser	The Premium Model in the German Fiscal Equalization System 12/2004
Nr. 47	Thomas Lenk / Christine Falken	Komparative Analyse ausgewählter Indikatoren des Kommunalwirtschaftlichen Gesamt-ergebnisses 05/2005
Nr. 48	Michael Nowak / Stephan Barth	Immobilienanlagen im Portfolio institutioneller Investoren am Beispiel von Versicherungsunternehmen Auswirkungen auf die Risikosituation 08/2005

Nr. 49	Wolfgang Bernhardt	Familiengesellschaften – Quo Vadis? Vorsicht vor zu viel „Professionalisierung“ und Ver-Fremdung 11/2005
Nr. 50	Christian Milow	Der Griff des Staates nach dem Währungsgold 12/2005
Nr. 51	Anja Eichhorst / Karolina Kaiser	The Institutional Design of Bailouts and Its Role in Hardening Budget Constraints in Federations 03/2006
Nr. 52	Ullrich Heilemann / Nancy Beck	Die Mühen der Ebene – Regionale Wirtschaftsförderung in Leipzig 1991 bis 2004 08/2006
Nr. 53	Gunther Schnabl	Die Grenzen der monetären Integration in Europa 08/2006
Nr. 54	Hermut Kormann	Gibt es so etwas wie typisch mittelständige Strategien? 11/2006
Nr. 55	Wolfgang Bernhardt	(Miss-)Stimmung, Bestimmung und Mitbestimmung Zwischen Juristentag und Biedenkopf-Kommission 11/2006
Nr. 56	Ullrich Heilemann / Annika Blaschzik	Indicators and the German Business Cycle A Multivariate Perspective on Indicators of Ifo, OECD, and ZEW 01/2007
Nr. 57	Ullrich Heilemann	“The Suol of a new Machine” zu den Anfängen des RWI-Konjunkturmodells 12/2006
Nr. 58	Ullrich Heilemann / Roland Schuhr / Annika Blaschzik	Zur Evolution des deutschen Konjunkturzyklus 1958 bis 2004 Ergebnisse einer dynamischen Diskriminanzanalyse 01/2007
Nr. 59	Christine Falken / Mario Schmidt	Kameralistik versus Doppik Zur Informationsfunktion des alten und neuen Rechnungswesens der Kommunen Teil I: Einführende und Erläuternde Betrachtungen zum Systemwechsel im kommunalen Rechnungswesen 01/2007
Nr. 60	Christine Falken / Mario Schmidt	Kameralistik versus Doppik Zur Informationsfunktion des alten und neuen Rechnungswesens der Kommunen Teil II Bewertung der Informationsfunktion im Vergleich 01/2007
Nr. 61	Udo Hielscher	Monti della citta di firenze Innovative Finanzierungen im Zeitalter Der Medici. Wurzeln der modernen Finanzmärkte 03/2007
Nr. 62	Ullrich Heilemann / Stefan Wappler	Sachsen wächst anders Konjunkturelle, sektorale und regionale Bestimmungsgründe der Entwicklung der Bruttowertschöpfung 1992 bis 2006 07/2007
Nr. 63	Adolf Wagner	Regionalökonomik: Konvergierende oder divergierende Regionalentwicklungen 08/2007
Nr. 64	Ullrich Heilemann / Jens Ulrich	Good bye, Professir Phillips? Zum Wandel der Tariflohndeterminanten in der Bundesrepublik 1952 – 2004 08/2007
Nr. 65	Gunther Schnabl / Franziska Schobert	Monetary Policy Operations of Debtor Central Banks in MENA Countries 10/2007
Nr. 66	Andreas Schäfer / Simone Valente	Habit Formation, Dynastic Altruism, and Population Dynamics 11/2007
Nr. 67	Wolfgang Bernhardt	5 Jahre Deutscher Corporate Governance Kodex Eine Erfolgsgeschichte? 01/2008
Nr. 68	Ullrich Heilemann / Jens Ulrich	Viel Lärm um wenig? Zur Empirie von Lohnformeln in der Bundesrepublik 01/2008
Nr. 69	Christian Groth / Karl-Josef Koch / Thomas M. Steger	When economic growth is less than exponential 02/2008
Nr. 70	Andreas Bohne / Linda Kochmann	Ökonomische Umweltbewertung und endogene Entwicklung peripherer Regionen Synthese einer Methodik und einer Theorie 02/2008
Nr. 71	Andreas Bohne / Linda Kochmann / Jan Slavik / Lenka Slaviková	Deutsch-tschechische Bibliographie Studien der kontingenten Bewertung in Mittel- und Osteuropa 06/2008

Nr. 72	Paul Lehmann / Christoph Schröter-Schlaack	Regulating Land Development with Tradable Permits: What Can We Learn from Air Pollution Control? 08/2008
Nr. 73	Ronald McKinnon / Gunther Schnabl	China's Exchange Rate Impasse and the Weak U.S. Dollar 10/2008
Nr. 74	Wolfgang Bernhardt	Managervergütungen in der Finanz- und Wirtschaftskrise Rückkehr zu (guter) Ordnung, (klugem) Maß und (vernünftigem) Ziel? 12/2008
Nr. 75	Moritz Schularick / Thomas M. Steger	Financial Integration, Investment, and Economic Growth: Evidence From Two Eras of Financial Globalization 12/2008
Nr. 76	Gunther Schnabl / Stephan Freitag	An Asymmetry Matrix in Global Current Accounts 01/2009
Nr. 77	Christina Ziegler	Testing Predictive Ability of Business Cycle Indicators for the Euro Area 01/2009
Nr. 78	Thomas Lenk / Oliver Rottmann / Florian F. Woitek	Public Corporate Governance in Public Enterprises Transparency in the Face of Divergent Positions of Interest 02/2009
Nr. 79	Thomas Steger / Lucas Bretschger	Globalization, the Volatility of Intermediate Goods Prices, and Economic Growth 02/2009
Nr. 80	Marcela Munoz Escobar / Robert Holländer	Institutional Sustainability of Payment for Watershed Ecosystem Services. Enabling conditions of institutional arrangement in watersheds 04/2009
Nr. 81	Robert Holländer / WU Chunyou / DUAN Ning	Sustainable Development of Industrial Parks 07/2009
Nr. 82	Georg Quaas	Realgrößen und Preisindizes im alten und im neuen VGR-System 10/2009
Nr. 83	Ullrich Heilemann / Hagen Findeis	Empirical Determination of Aggregate Demand and Supply Curves: The Example of the RWI Business Cycle Model 12/2009
Nr. 84	Gunther Schnabl / Andreas Hoffmann	The Theory of Optimum Currency Areas and Growth in Emerging Markets 03/2010
Nr. 85	Georg Quaas	Does the macroeconomic policy of the global economy's leader cause the worldwide asymmetry in current accounts? 03/2010
Nr. 86	Volker Grossmann / Thomas M. Steger / Timo Trimborn	Quantifying Optimal Growth Policy 06/2010
Nr. 87	Wolfgang Bernhardt	Corporate Governance Kodex für Familienunternehmen? Eine Widerrede 06/2010
Nr. 88	Philipp Mandel / Bernd Süßmuth	A Re-Examination of the Role of Gender in Determining Digital Piracy Behavior 07/2010
Nr. 89	Philipp Mandel / Bernd Süßmuth	Size Matters. The Relevance and Hicksian Surplus of Agreeable College Class Size 07/2010
Nr. 90	Thomas Kohstall / Bernd Süßmuth	Cyclic Dynamics of Prevention Spending and Occupational Injuries in Germany: 1886-2009 07/2010
Nr. 91	Martina Padmanabhan	Gender and Institutional Analysis. A Feminist Approach to Economic and Social Norms 08/2010
Nr. 92	Gunther Schnabl / Ansgar Belke	Finanzkrise, globale Liquidität und makroökonomischer Exit 09/2010
Nr. 93	Ullrich Heilemann / Roland Schuhr / Heinz Josef Münch	A "perfect storm"? The present crisis and German crisis patterns 12/2010
Nr. 94	Gunther Schnabl / Holger Zemanek	Die Deutsche Wiedervereinigung und die europäische Schuldenkrise im Lichte der Theorie optimaler Währungsräume 06/2011
Nr. 95	Andreas Hoffmann / Gunther Schnabl	Symmetrische Regeln und asymmetrisches Handeln in der Geld- und Finanzpolitik 07/2011
Nr. 96	Andreas Schäfer / Maik T. Schneider	Endogenous Enforcement of Intellectual Property, North-South Trade, and Growth 08/2011
Nr. 97	Volker Grossmann / Thomas M. Steger / Timo Trimborn	Dynamically Optimal R&D Subsidization 08/2011

Nr. 98	Erik Gawel	Political drivers of and barriers to Public-Private Partnerships: The role of political involvement 09/2011
Nr. 99	André Casajus	Collusion, symmetry, and the Banzhaf value 09/2011
Nr. 100	Frank Hüttner / Marco Sunder	Decomposing R^2 with the Owen value 10/2011
Nr. 101	Volker Grossmann / Thomas M. Steger / Timo Trimborn	The Macroeconomics of TANSTAAFL 11/2011
Nr. 102	Andreas Hoffmann	Determinants of Carry Trades in Central and Eastern Europe 11/2011
Nr. 103	Andreas Hoffmann	Did the Fed and ECB react asymmetrically with respect to asset market developments? 01/2012
Nr. 104	Christina Ziegler	Monetary Policy under Alternative Exchange Rate Regimes in Central and Eastern Europe 02/2012
Nr. 105	José Abad / Axel Löffler / Gunther Schnabl / Holger Zemanek	Fiscal Divergence, Current Account and TARGET2 Imbalances in the EMU 03/2012
Nr. 106	Georg Quaas / Robert Köster	Ein Modell für die Wirtschaftszweige der deutschen Volkswirtschaft: Das "MOGBOT" (Model of Germany's Branches of Trade)
Nr. 107	Andreas Schäfer / Thomas Steger	Journey into the Unknown? Economic Consequences of Factor Market Integration under Increasing Returns to Scale 04/2012
Nr. 108	Andreas Hoffmann / Björn Urbansky	Order, Displacements and Recurring Financial Crises 06/2012
Nr. 109	Finn Marten Körner / Holger Zemanek	On the Brink? Intra-euro area imbalances and the sustainability of foreign debt 07/2012
Nr. 110	André Casajus / Frank Hüttner	Nullifying vs. dummifying players or nullified vs. dummified players: The difference between the equal division value and the equal surplus division value 07/2012
Nr. 111	André Casajus	Solidarity and fair taxation in TU games 07/2012
Nr. 112	Georg Quaas	Ein Nelson-Winter-Modell der deutschen Volkswirtschaft 08/2012
Nr. 113	André Casajus / Frank Hüttner	Null players, solidarity, and the egalitarian Shapley values 08/2012
Nr. 114	André Casajus	The Shapley value without efficiency and additivity 11/2012
Nr. 115	Erik Gawel	Neuordnung der W-Besoldung: Ausgestaltung und verfassungsrechtliche Probleme der Konsumtionsregeln zur Anrechnung von Leistungsbezügen 02/2013
Nr. 116	Volker Grossmann / Andreas Schäfer / Thomas M. Steger	Migration, Capital Formation, and House Prices 02/2013
Nr. 117	Volker Grossmann / Thomas M. Steger	Optimal Growth Policy: the Role of Skill Heterogeneity 03/2013
Nr. 118	Guido Heineck / Bernd Süßmuth	A Different Look at Lenin's Legacy: Social Capital and Risk Taking in the Two Germanies 03/2013
Nr. 119	Andreas Hoffmann	The Euro as a Proxy for the Classical Gold Standard? Government Debt Financing and Political Commitment in Historical Perspective 05/2013
Nr. 120	Andreas Hoffmann / Axel Loeffler	Low Interest Rate Policy and the Use of Reserve Requirements in Emerging Markets 05/2013
Nr. 121	Gunther Schnabl	The Global Move into the Zero Interest Rate and High Debt Trap 07/2013
Nr. 122	Axel Loeffler / Gunther Schnabl / Franziska Schobert	Limits of Monetary Policy Autonomy and Exchange Rate Flexibility by East Asian Central Banks 08/2013
Nr. 123	Burkhard Heer / Bernd Süßmuth	Tax Bracket Creep and its Effects on Income Distribution 08/2013
Nr. 124	Hans Fricke / Bernd Süßmuth	Growth and Volatility of Tax Revenues in Latin America 08/2013
Nr. 125	Ulrich Volz	RMB Internationalisation and Currency Co-operation in East Asia 09/2013

Nr. 126	André Casajus / Helfried Labrenz	A property rights based consolidation approach 02/2014
Nr. 127	Pablo Duarte	The Relationship between GDP and the Size of the Informal Economy: Empirical Evidence for Spain 02/2014
Nr. 128	Erik Gawel	Neuordnung der Professorenbesoldung in Sachsen 03/2014
Nr. 129	Friedrun Quaas	Orthodoxer Mainstream und Heterodoxe Alternativen Eine Analyse der ökonomischen Wissenschaftslandschaft 04/2014
Nr. 130	Gene Callahan / Andreas Hoffmann	The Idea of a Social Cycle 05/2014
Nr. 131	Karl Trela	Klimaanpassung als wirtschaftspolitisches Handlungsfeld 06/2014
Nr. 132	Erik Gawel / Miquel Aguado	Neuregelungen der W-Besoldung auf dem verfassungsrechtlichen Prüfstand 08/2014
Nr. 133	Ulf Papenfuß / Matthias Redlich / Lars Steinhauer	Forschend und engagiert lernen im Public Management: Befunde und Gestaltungsanregungen eines Service Learning Lehrforschungsprojektes 10/2014
Nr. 134	Karl Trela	Political climate adaptation decisions in Germany - shortcomings and applications for decision support systems 11/2014
Nr. 135	Ulf Papenfuß / Lars Steinhauer / Benjamin Friedländer	Beteiligungsberichterstattung der öffentlichen Hand im 13-Länder-Vergleich: Erfordernisse für mehr Transparenz über die Governance und Performance öffentlicher Unternehmen 02/2015
Nr. 136	Gunther Schnabl	Japans Lehren für das Schweizer Wechselkursdilemma 02/2015
Nr. 137	Ulf Papenfuß / Christian Schmidt	Determinants of Manager Pay in German State-Owned Enterprises and International Public Policy Implications: 3-Year Study for Sectors, Performance and Gender 02/2015
Nr. 138	Philipp Mandel / Bernd Süßmuth	Public education, accountability, and yardstick competition in a federal system 05/2015
Nr. 139	Gunther Schnabl	Wege zu einer stabilitäts- und wachstumsorientierten Geldpolitik aus österreichischer Perspektive 06/2015
Nr. 140	Ulf Papenfuß / Matthias Redlich / Lars Steinhauer / Benjamin Friedländer	Forschend und engagiert lernen im Public Management: Befunde und Gestaltungsanregungen eines Service Learning Lehrforschungsprojektes – 2. aktualisierte Auflage 08/2015
Nr. 141	Friedrun Quaas / Georg Quaas	Hayeks Überinvestitionstheorie 10/2015
Nr. 142	Bastian Gawellek / Marco Sunder	The German Excellence Initiative and Efficiency Change among Universities, 2001-2011 01/2016
Nr. 143	Benjamin Larin	Bubble-Driven Business Cycles 02/2016
Nr. 144	Friedrun Quaas / Georg Quaas	Effekte des Kapitalmarktzins auf die Preis- und Produktivitätsentwicklung Eine Analyse der deutschen Volkswirtschaft 1970-2014 02/2016
Nr. 145	Thomas Lenk / Matthias Redlich / Philipp Glinka	Nachhaltige Stadtfinanzen - Akzeptanzsteigerung der bürgerschaftlichen Beteiligung an der Haushaltsplanung 02/2016
Nr. 146	Michael von Prollius / Gunther Schnabl	Geldpolitik, Arabellion, Flüchtlingskrise 10/2016
Nr. 147	David Leuwer / Bernd Süßmuth	The Exchange Rate Susceptibility of European Core Industries, 1995-2010 05/2017
Nr. 148	Gunther Schnabl	Monetary Policy and Wandering Overinvestment Cycles in East Asia and Europe 05/2017
Nr. 149	Ullrich Heilemann / Karsten Müller	Wenig Unterschiede – Zur Treffsicherheit internationaler Prognosen und Prognostiker 07/2017
Nr. 150	Gunther Schnabl / Sebastian Müller	Zur Zukunft der Europäischen Union aus ordnungspolitischer Perspektive 10/2017