ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Schnabl, Gunther

Working Paper

Die Verteilungseffekte der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank und deren Einfluss auf die politische Stabilität

Working Paper, No. 160

Provided in Cooperation with:
University of Leipzig, Faculty of Economics and Management Science

Suggested Citation: Schnabl, Gunther (2019) : Die Verteilungseffekte der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank und deren Einfluss auf die politische Stabilität, Working Paper, No. 160, Universität Leipzig, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Leipzig

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/200216

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

UNIVERSITÄT
LEIPZIG

Wirtschaftswissenschaftliche
Fakultät
Faculty of Economics and
Management Science

Working Paper, No. 160

Gunther Schnabl

Die Verteilungseffekte der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank und deren Einfluss auf die politische Stabilität

Juni 2019

ISSN 1437-9384

Die Verteilungseffekte der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank und deren Einfluss auf die politische Stabilität

(The Distribution Effects of European Monetary Policy and the Impact on Political Stability)

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

Zusammenfassung

Seit Einführung des Euro im Jahr 1999 ist die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank sehr locker. Die Leitzinsen sind auf und unter null gefallen. Die umfangreichen Kredite an Geschäftsbanken und Anleihekaufprogramme haben die Bilanz der Europäischen Zentralbank deutlich ausgeweitet. Das daraus resultierende starke Geldmengenwachstum hat negative Wachstums- und Verteilungseffekte, die über finanzielle Repression, Lohnrepression und die Inflationierung der Vermögenspreise auf die Gesellschaft wirken. Die wachsende Ungleichheit ist mit einer wachsenden politischen Destabilisierung verbunden, die marktwirtschaftliche Prinzipien und damit den Wohlstand gefährdet.

Abstract

Since the introduction of the euro in 1999, the monetary policy of the European Central Bank has become very loose. Key interest rates have fallen to and below zero. Large loans to commercial banks and bond purchase programs have significantly expanded the European Central Bank's balance sheet. The resulting strong money supply growth has negative growth and distribution effects on society via financial repression, wage repression and the inflation of asset prices. Growing inequality is associated with growing political destabilization, which endangers market principles and thus prosperity.

Schlüsselwörter: Geldpolitik, EZB, Ungleichheit, Vermögenspreisinflation, politische Instabilität, Generationengerechtigkeit.

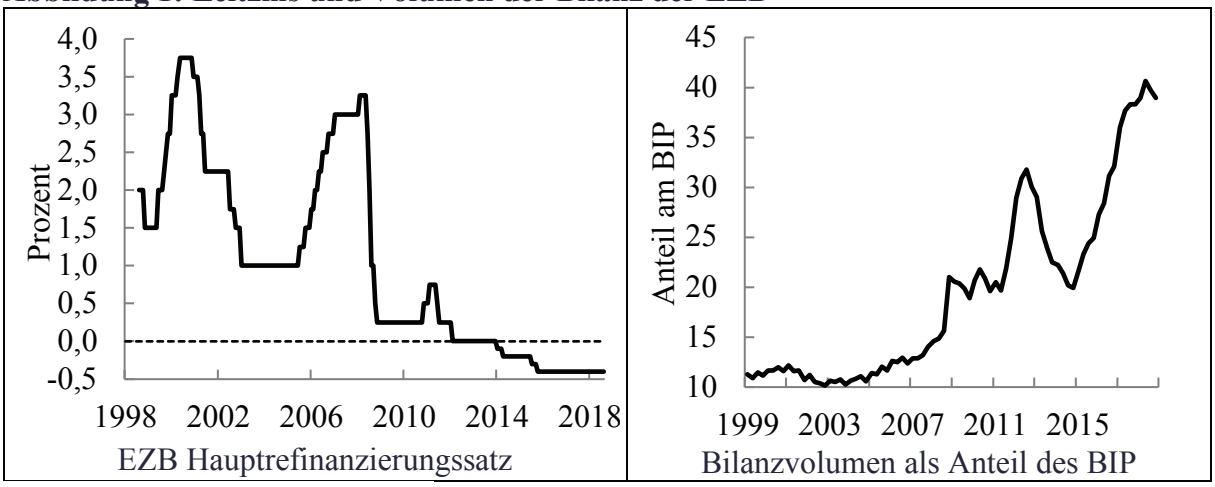
JEL Codes: E52, E64, H23.

1. Zunehmend expansive Geldpolitik und Ungleichheit in Europa

Seit Einführung des Euro ist die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) zunehmend expansiv. Der Leitzins (Hauptrefinanzierungssatz) ist gegen null gefallen (Abb. 1) und die Zinsen auf Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank sind negativ. Die Zinssenkungen auf und unter null fügen sich in einen weltweiten Trend asymmetrischer Geldpolitiken ein: Während seit Ende der 1980er Jahre in Krisen die Zinsen stark gesenkt wurden, um die Finanz- und Gütermärkte zu stabilisieren, wurden bzw. werden in der Erholung nach dem Krise die Zinsen nur zögerlich wieder angehoben.

Bei Leitzinsen bei null gewinnt die unkonventionelle Geldpolitik an Bedeutung. Eine volle Zuteilung bei der Kreditvergabe an die Geschäftsbanken sowie umfangreiche Ankäufe von Staats- und Unternehmensanleihen haben das Volumen der Zentralbankbilanz der EZB von ca. 10% des Bruttoinlandsprodukts auf mehr als 40% ausgeweitet (Abb. 1). Während die Konsumentenpreisinflation auf niedrigem Niveau verharrt, sind Vermögenspreise wie Aktien- und Immobilienpreise stark angestiegen (Schnabl 2015). Auf Phasen der Übertreibung auf den Finanzmärkten folgen einschneidende Krisen.

Abbildung 1: Leitzins und Volumen der Bilanz der EZB



Quelle: Europäische Zentralbank.

Gleichzeitig scheint die Einkommens- und Vermögensungleichheit in den Industriestaaten zu wachsen (Piketty 2014). Milanovic (2016) zeigt, dass in den Industrieländern die Einkommensungleichheit vor allem auf Kosten der Mittelschichten zugenommen hat. In vielen Industrieländern sind – trotz signifikanter realer Lohnerhöhungen in den letzten Jahren der

guten Konjunktur – die Löhne breiter Bevölkerungsschichten unter Druck. Bei Nullzinsen und moderater Inflation ist die reale Verzinsung der Spareinlagen negativ. Steil steigende Aktien- und Immobilienpreise haben die Kaufkraft von Neueinsteigern in Aktien- und Immobilienmärkten geschmälert.

Die Literatur liefert unterschiedliche Erklärungsansätze für die wachsende Ungleichheit. Piketty (2014) argumentiert, dass in einem unregulierten Kapitalismus die Verzinsung des Kapitals höher als das Wachstum ist. Rodrik (2017) führt die wachsende Einkommensungleichheit auf die Globalisierung zurück: Lohndruck aus den aufstrebenden Volkswirtschaften wie China habe vor allem Industriearbeiter zu Verlierern gemacht. Nach Gordon (2012) schafft die digitale Revolution Verlierer in alten Industrien, während in neuen digitalen Schlüsselbranchen die Einkommen steigen.

Obwohl der Geldpolitik in der Vergangenheit grundsätzlich Verteilungswirkungen zugeschrieben wurden (Issing 2006), argumentieren vor allem Vertreter der Zentralbanken und des IWF, dass die Verteilungswirkungen der jüngsten globalen geldpolitischen Expansion ungwiss, vergleichsweise gering oder sogar positiv sind (Deutsche Bundesbank (2016), Amaral (2017), Furceri, Loungani und Zdzienicka (2016)). Ampudia et al. (2018) von der Europäischen Zentralbank zeigen, dass die Anleihekaufprogramme der EZB durch ihre positiven Auswirkungen auf Wachstum und Beschäftigung die Haushalte für die geringere Verzinsung ihrer Spareinlagen kompensieren.

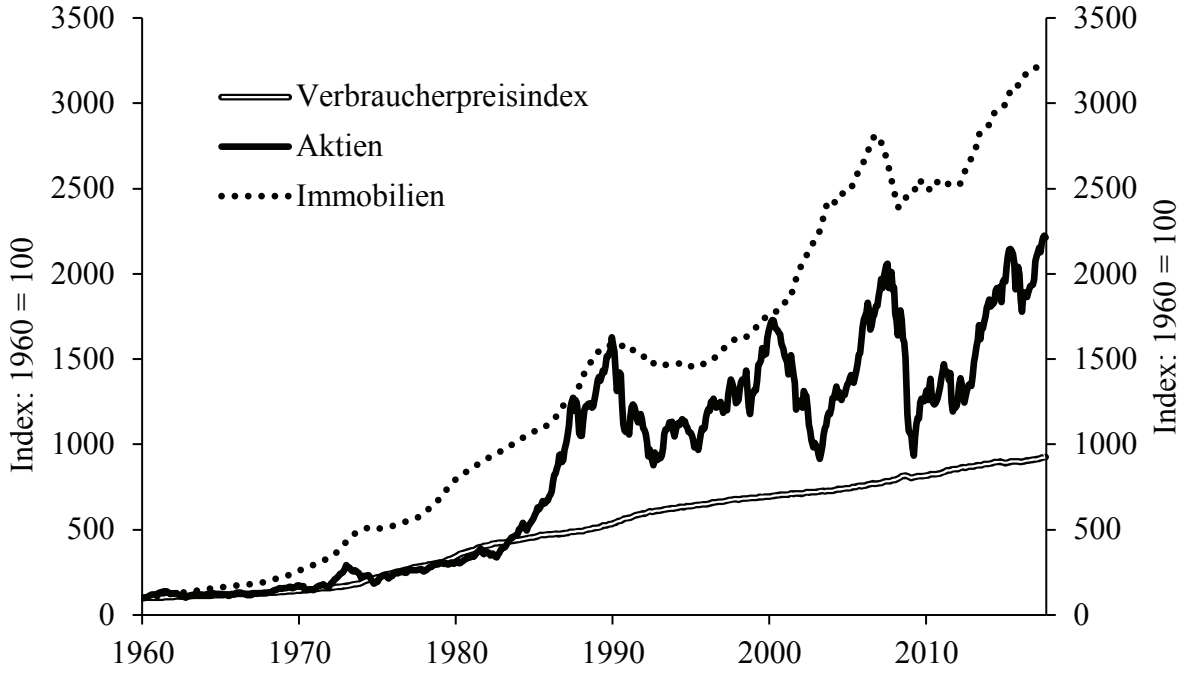
Im Gegensatz dazu zeigen Isreal und Latsos (2019) sowie Saki und Frost (2016) für Japan theoretisch und empirisch umfangreiche Verteilungseffekte der ultra-lockeren Geldpolitik auf. Domaski et al. (2016) argumentieren, dass von der Geldpolitik verursachte wachsende Vermögensungleichheit durch höhere Einkommen aus Vermögen auch zu wachsender Einkommensungleichheit beiträgt. Die wichtigsten Umverteilungskanäle der sehr lockeren Geldpolitiken werden hier aufgezeigt.

2. Vermögenspreisinflation und Lohnrepression als Übertragungskanäle

Ein wichtiger Übertragungskanal von der Geldpolitik hin zu einer wachsenden Einkommens- und Vermögensungleichheit sind die Vermögenspreise. Bis in die 1970er Jahre haben Zinssenkungen und Ausweitungen der Geldbasis der Zentralbanken noch für alle sichtbar die

Konsumentenpreise nach oben getrieben. Daraus resultierten sinkende Reallöhne, insbesondere für Bevölkerungsschichten mit hoher Konsumquote. Seither sind die Konsumentenpreise beeindruckend stabil, während die Preise auf den Vermögensmärkten stark angestiegen sind (Schnabl 2015).

Abb. 2: G4 Konsumenten-, Aktien und Immobilienpreise



Quelle: IWF. Arithmetischer Durchschnitt aus USA, Japan, Vereinigtem Königreich und Eurozone/Deutschland (vor 1999).

Abb. 2 zeigt den arithmetischen Durchschnitt der Konsumenten-, Aktien- und Immobilienpreise der USA, Japans, des Vereinigten Königreichs und der Eurozone (vor 1999 Deutschland). Während Aktien- und Konsumentenpreise vor Mitte der 1980er Jahre ungefähr gleich anstiegen sind, hat sich seither der Preisanstieg bei den Aktienpreisen nach oben entkoppelt. Die Immobilienpreise sind im Durchschnitt schon früher stärker gestiegen, wobei sich seit den 1980er Jahren der Anstieg beschleunigt hat.

Da sich die Aktien- und Immobilienvermögen bei den höheren Einkommensschichten konzentrieren, verstärken stark steigende Vermögenspreise die Vermögensungleichheit (Romer und Romer 1999). Dies gilt insbesondere dann, wenn niedrigere Einkommensschichten überwiegend in Form von Bankeinlagen sparen, deren reale Verzinsung durch die Null- und Negativzinspolitiken ins Negative gedrückt werden. Dieser Prozess kann als finanzielle

Repression bezeichnet werden.[1] Da in Deutschland zu Zeiten der DM die Inflation gering war, wird – im Gegensatz zu südlichen Euroländern, wo die Inflation traditionell hoch war – ein besonders großer Anteil der Ersparnisse auf Sparkonten angelegt.

Zudem drückt die Geldpolitik auf die Löhne breiter Bevölkerungsschichten, weil sie negativ auf die Qualität der Investitionen wirkt. Der Zins hat eine Allokationsfunktion, indem er Investitionsprojekte mit hoher erwarteter Rendite von Investitionsprojekten mit geringer erwarteter Rendite trennt. Solange die Zinsen hoch waren, mussten Investitionen hohe Renditen erbringen, um Zinsdienst und Tilgung sicher zu stellen. Da die Zentralbanken seit Mitte der 1980er Jahre die Finanzierungskosten gedrückt haben, wurden auch Investitionsprojekte mit vergleichsweise geringer Rendite auf den Weg gebracht. Seither haben im Trend stetig sinkende Finanzierungskosten zusätzliche Gewinne für die Unternehmen generiert, ohne dass Innovationen und Effizienzerhöhungen nötig waren.

Spätestens seit Ausbruch der globalen Finanz- und Schuldenkrise in den Jahren 2007/08 scheinen Unternehmen mit niedrigen Renditen darauf vertrauen zu können, dass ihre Kredite auch ohne Berücksichtigung ihrer wirtschaftlichen Lage verlängert werden. Denn die angeschlagenen Banken scheuen Kreditausfälle, die das Vertrauen in ihre Stabilität gefährden würden. Um die Banken stabil zu halten, werden diese von den Zentralbanken bei gelockerten Anforderungen an die Sicherheiten mit gering bzw. nicht-verzinsten Krediten versorgt. Im Ergebnis hält die nachsichtige Kreditvergabe von „Zombie-Banken“, die am Tropf der Zentralbanken hängen, immer mehr wenig renditrächtige „Zombie-Unternehmen“ am Leben (siehe Caballero, Hoshi und Kashyab 2008, Peek und Rosengreen 2005). Dies gilt insbesondere für Japan und Südeuropa, aber auch für alle anderen Industrieländer.[2]

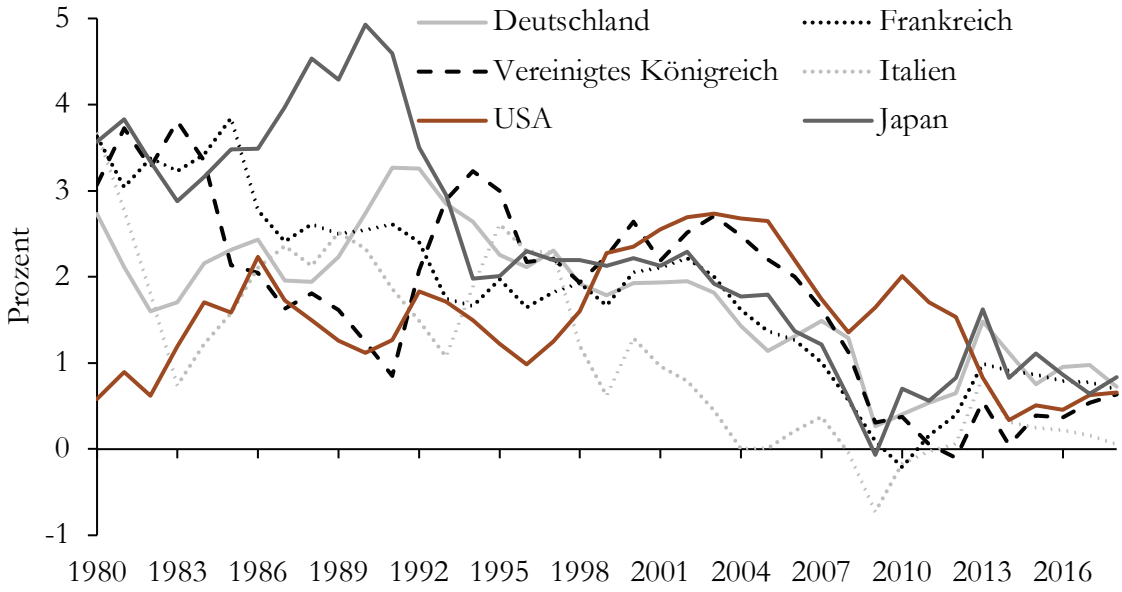
Aus dieser Sicht kann der Grund für den weltweit kontinuierlichen Rückgang der Produktivitätsgewinne in zunehmend günstigen Refinanzierungsbedingungen gesehen werden, die „weichen Budgetrestriktionen“ gleichkommen. Weil Kredite unabhängig von den Renditen der Investitionen vergeben werden, nimmt die durchschnittliche Grenzleistungsfähigkeit der Investitionen ab. Abb. 3 zeigt, dass die Produktivitätsgewinne in allen großen Industrieländern seit Einsetzen der zunehmend lockeren Geldpolitiken in den 1980er Jahren deutlich gefallen

[1] Das Konzept der finanziellen Repression wurden von McKinnon (1973) entwickelt.

[2] Kornai (1986) sprach für die mittel- und osteuropäischen Planwirtschaften von „Soft Budget Constraints“. Die staatlich kontrollierten Banken verlängerten Kredite an ineffiziente Unternehmen, um Arbeitslosigkeit zu vermeiden. Die defizitären Banken wurden über die Notenpresse finanziert.

sind. Dieser Prozess hat sich seit den geldpolitischen Rettungsmaßnahmen im Zuge der US-Hypothekenmarktkrise und der europäischen Finanz- und Schuldenkrise fortgesetzt. Die Produktivitätssteigerungen liegen seither nahe oder sogar unter null.

Abb. 3: Produktivitätsgewinne in Europa, USA und Japan



Quelle: OECD Economic Outlook. Arbeitsproduktivität definiert als reales BIP pro gearbeiteter Stunde, geglättet auf 5-Jahres-Basis.

Das Produktivitätsniveau bestimmt das reale Lohnniveau sowie das Niveau der sozialen Sicherung. In der Nachkriegszeit waren in vielen Ländern hohe Produktivitätsgewinne die Grundlage für steigende reale Löhne und den großzügigen Ausbau der Sozialsysteme. Auch der Ausbau der gemeinsamen europäischen Institutionen und damit der gemeinsame Markt für Güter, Dienstleistungen, Kapital und Arbeit wurde durch die hohen Produktivitätsgewinne im Norden Europas erleichtert (Müller und Schnabl 2018). Da die Produktivitätsgewinne heute deutlich gefallen sind, ist der Spielraum für Lohnerhöhungen und den weiteren Ausbau der sozialen Sicherung gering. Das Lohnniveau wachsender Bevölkerungsschichten kommt unter Druck. Sozialleistungen und Rentenzahlungen müssen reduziert werden.

3. Verteilungswirkungen der ultra-lockeren Geldpolitik

Aus den Auswirkungen der sehr lockeren Geldpolitiken auf Vermögenspreise und Produktivitätsgewinne lassen sich unter anderem sechs Verteilungsmuster ableiten: Erstens begünstigen die umfangreichen Anleihekäufe der Zentralbanken die Schuldner auf Kosten der

Gläubiger, da die Zinsen trotz meist steigender Schuldenstände deutlich abgesenkt wurden. Hohe Verschuldung ist dadurch erst möglich geworden. Die verschuldeten Staaten gewinnen auf Kosten der Privaten, wenn umfangreiche Staatsanleihekäufe – im Falle der EZB allein im Umfang von 2000 Mrd. Euro zwischen März 2015 und Dezember 2018 – die Verzinsung der Staatsanleihen drücken (finanzielle Repression). Wenn Staatsanleihen von Alterssicherungssystemen gehalten werden, nehmen die zukünftigen Rentenzahlungen ab.

Zweitens hat die sehr lockere Geldpolitik den Finanzsektor begünstigt, weil das neu geschaffene Geld dort zuerst ankommt (Cantillon-Effekt, Cantillon 1931). Wenn das billige Geld – wie vor der Krise in Südeuropa – das Kreditgeschäft florieren lässt, nehmen die Gewinne der Banken zu.[3] Treibt es Aktien- und Immobilienpreise nach oben, dann kann der Finanzsektor Vermögenswerte zu günstigen Preisen erwerben. Für alle späteren Käufer ist der Preis der Vermögenswerte angestiegen. Platzen die Blasen, dann dämmen die Zentralbanken mit noch mehr billigem Geld die drohenden Bewertungsverluste der Finanzinstitute ein oder schaffen in einigen Segmenten der internationalen Finanzmärkte neue Spekulationsmöglichkeiten (Hoffmann und Schnabl 2016).

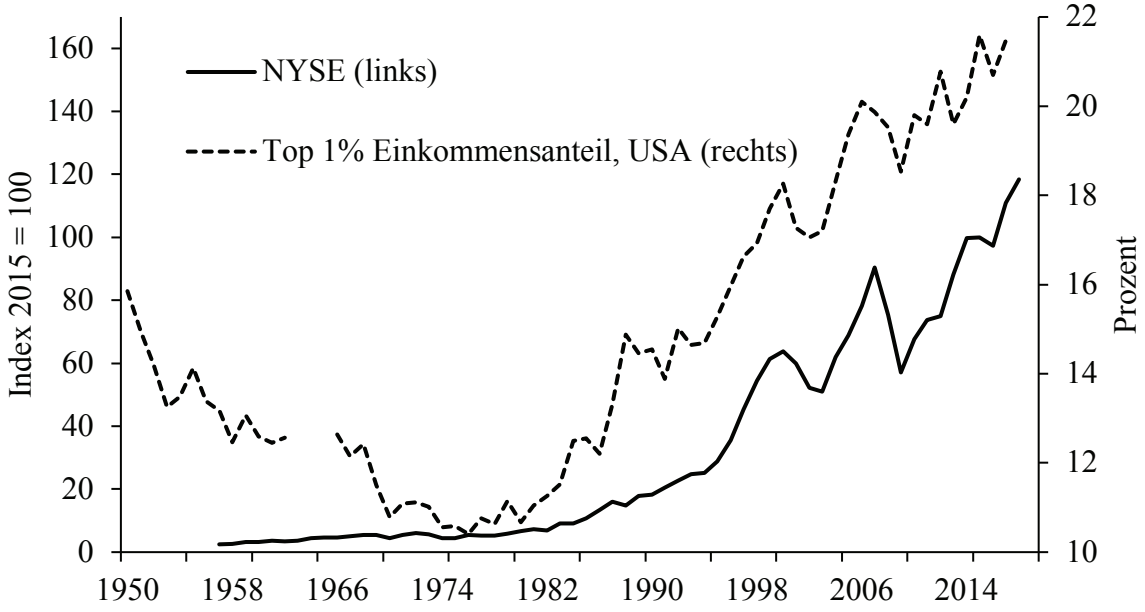
In den USA sind seit Mitte der 1980er Jahre die Vergütungen im Finanzsektor deutlich schneller gestiegen als in der Industrie (Hoffmann und Schnabl 2016). Die neuen Reichen kommen aus dem Investmentbanking, z.B. George Soros oder die Partner von Goldman Sachs. Auch das Management großer neuer Digitalunternehmen wie Google, Facebook und Amazon hat profitiert, da das billige Geld die Aktienpreise stark nach oben getrieben hat. Der traditionelle Unternehmenssektor leidet hingegen unter eintrübten Absatzperspektiven, weil mit den realen Löhnen die Kaufkraft abnimmt. Die Unternehmen neigen dazu, ihre Aktivitäten von realen Investitionen zu Finanzmarktspekulation zu verschieben.

Drittens hat die ultra-lockere Geldpolitik die reichen Bevölkerungsschichten reicher gemacht, weil sich bei diesen die Vermögenswerte konzentrieren. Hingegen werden die Zinsen für Bankeinlagen, mit denen die mittleren und unteren Einkommensschichten überwiegend sparen, von den Zentralbanken gegen null gedrückt. Den obersten Einkommensschichten stehen damit mehr Ressourcen zur Verfügung, um über politische Einflussnahme höhere Grenzsteuersätze, Vermögenssteuern und Erbschaftssteuern zu verhindern bzw. die Steuerbelastung sogar

[3] Das Kreditgeschäft boomte in den USA und Europa vor allem vor aus Ausbruch der Finanzkrise in den Jahren 2007/2008. Seither schränkt eine strengere Regulierung die Kreditvergabemöglichkeiten der Banken deutlich ein.

abzusenken (Berthold und Gründler 2017, Komlos 2019). Abb. 4 zeigt für die USA den Anteil der Top 1%-Einkommensbezieher an den Gesamteinkommen zusammen mit den Aktienpreisen. Die enge Korrelation beider Größen deutet an, dass steigende Vermögenspreise mit wachsender Einkommensungleichheit verbunden sind.

Abb. 4: USA: Anteil der Top 1% an Gesamteinkommen und Aktienkurse



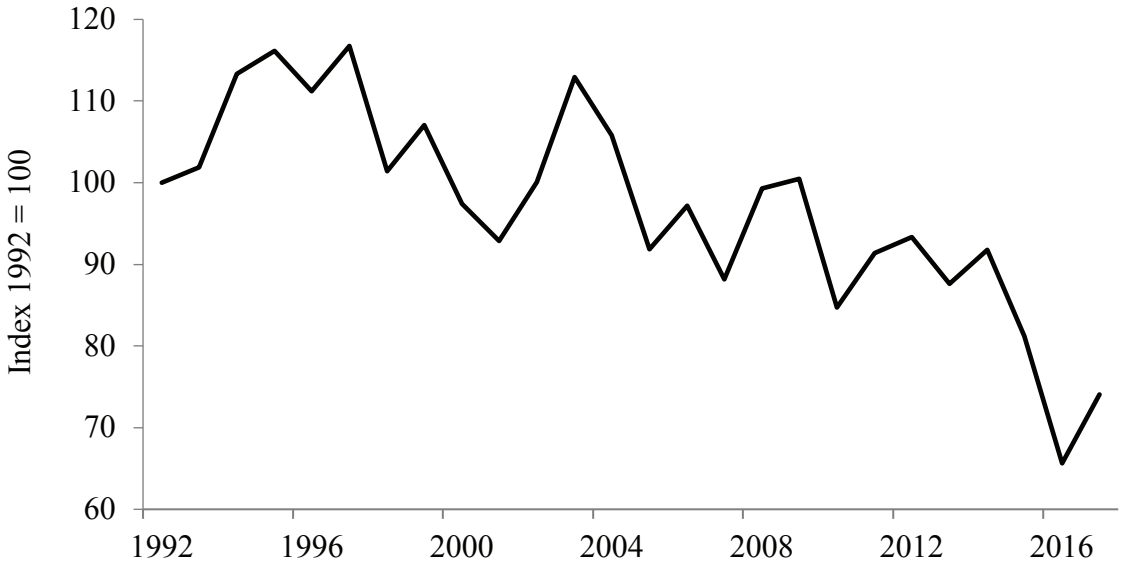
Quelle: Top Income Database, IWF. NYSE = New York Stock Exchange.

Viertens gibt es Verteilungseffekte zwischen Jung und Alt, weil die Lohnrepression nicht alle gleich trifft (Duarte und Schnabl 2018). Für die Älteren bleiben trotz der schleichenden Krise das Lohnniveau und die Rentenzahlungen vergleichsweise hoch sowie die Arbeitsplätze sicher. Für die jungen Menschen, die neu in das Arbeitsleben eintreten, sinken die Löhne und Rentenansprüche im Vergleich zu vorangegangenen Generationen. Abb. 5 zeigt für die Deutschland die Entwicklung der realen Einkommen für die unter 30jährigen mit Hochschulabschluss, das seit den 1990er Jahren im Trend gesunken ist. Auch der Anteil der prekären Beschäftigungsverhältnisse nimmt unter den jüngeren Menschen zu (Latsos 2019 für Japan).

Zwar hilft in der Krise die ultra-lockere Geldpolitik Arbeitslosigkeit zu verhindern (Ampudia et al. 2018), doch kommen für immer größere Teile der Bevölkerung die Löhne unter Druck. Zudem bilden die geldpolitischen Krisentherapien den Nährboden für neue Finanzmarktspekulationswellen und -krisen. Im Verlauf der Krisen werden die Löhne weiter

abgesenkt, um Arbeitslosigkeit zu vermeiden. Mit zunehmend unsicheren Wachstumsperspektiven werden weniger feste Anstellungsverhältnisse vergeben, die damit später im Lebenszyklus erreicht werden.

Abb. 5: Reale Einkommen für unter 30jährige mit Hochschulabschluss



Quelle: DIW, Sozioökonomisches Panel, IWF.

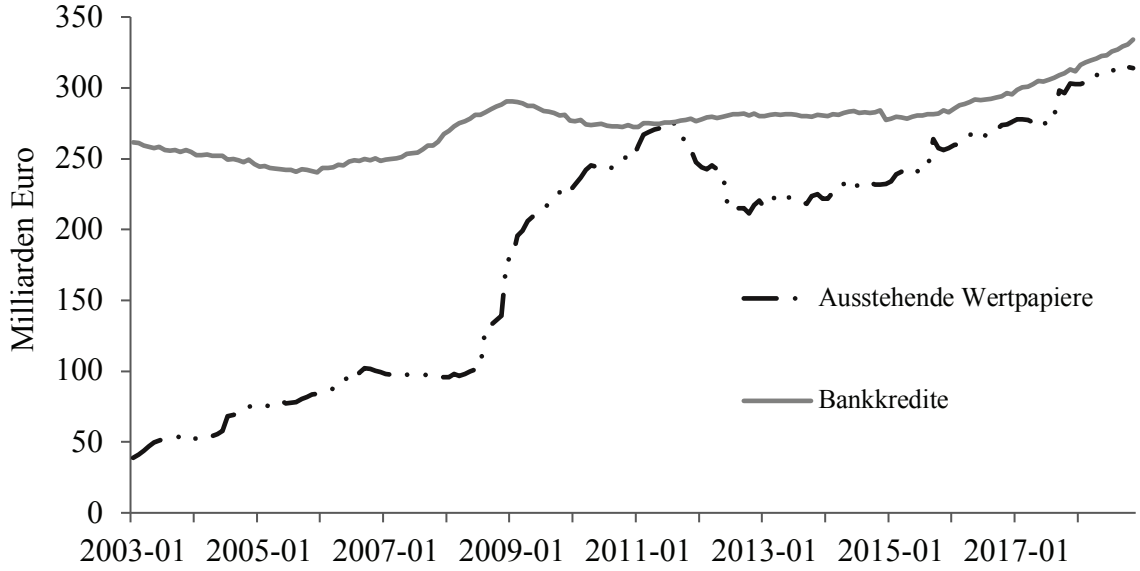
Fünftens profitieren große Unternehmen gegenüber kleinen und mittleren Unternehmen. Die Konzentration im Wirtschaftsleben hat zugenommen (siehe DeLoecker und Eeckhout 2017, Gutiérrez und Philippon 2017). Kleine und mittlere Unternehmen sind von Bankkrediten abhängig. Die ultralockere Geldpolitik bringt vor allem kleine und mittlere Banken in eine prekäre Lage, weil sie die Margen zwischen Kredit- und Einlagenzinsen (Kreditmarge) sowie zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen (Transformationsmarge) drückt (Gerstenberger und Schnabl 2017). Das zwingt die Banken, die Neukreditvergabe an die risikoreicheren Klein- und Mittelunternehmen einzuschränken.[4]

Die großen Unternehmen können sich hingegen selbst auf den Kapitalmärkten finanzieren, wo das Zinsniveau seit den 1990er Jahren immer weiter abgesunken ist. Mit der unkonventionellen Geldpolitik hat die EZB seit 2015 nicht nur das Zinsniveau am langen Ende der

[4] Strengere Regulierung und Berichtspflichten in Reaktion auf Finanzmarktkrisen erhöhen die Kosten für kleine Banken überproportional. Die Fusionen zwischen kleinen Banken nehmen zu, so dass die Konzentration im Finanzsektor steigt.

Zinsstrukturkurve abgesenkt, sondern auch die Wertpapiere großer Unternehmen direkt gekauft und mit den Aktienpreisen die Unternehmenswerte nach oben getrieben. Seit 2008 ist das Volumen der ausstehenden Wertpapiere großer deutscher Unternehmen deutlich angestiegen (Abb. 6). Die großen Unternehmen nutzen die Kredite oft, um kleinere Konkurrenten zu übernehmen (Harner 2011).[5] Mit der Konzentration im Finanz- und Unternehmenssektor wachsen die Gehälter der Manager der neuen nationalen Champions.

Abb. 6: Kreditvolumen und ausstehende Wertpapiere deutscher Unternehmen



Quelle: Deutsche Bundesbank.

Sechstens, wenn sich die großen Finanzinstitute und Unternehmen sowie die Zulieferer der Großunternehmen auf bestimmte Regionen konzentrieren, dann verändert sich auch die regionale Wirtschaftsstruktur (siehe Fischer und Schnabl 2018 zu Japan). Die Regionen mit vielen großen Unternehmen haben eine vergleichsweise robuste Entwicklung. Die Peripherie, wo nur kleine und mittlere Unternehmen angesiedelt sind, schrumpft. In Deutschland ist beispielsweise Ostdeutschland, wo es nur ein DAX-Unternehmen gibt, in der wirtschaftlichen Entwicklung gegenüber dem Westen deutlich zurückgeblieben. Auf der Suche nach Arbeit wandern die jungen Menschen von der Peripherie in die wirtschaftlichen Zentren ab, wo sie auf hohe Immobilienpreise und Mieten treffen.

[5] Zur unterschiedlichen Entwicklung der Kredite an Unternehmen im Vergleich zu den ausstehenden Wertpapieren der großen Unternehmen siehe auch Schnabl (2019).

4. Die Folgen für die gesellschaftliche und politische Stabilität

Alle Effekte zusammen treiben einen Keil in die Gesellschaften. Das ehemals gesellschaftlich homogene Japan geht in der Entwicklung voran, weil dort die Geldflut ca. 15 Jahre früher als in Europa eingesetzt hat. Das durchschnittliche Lohnniveau fällt seit 20 Jahren (Latsos 2019). Mehr Frauen treten in den Arbeitsmarkt ein, um den Lebensstandard der Familie zu halten. Der Anteil der prekären Teilzeit- bzw. befristeten Beschäftigungsverhältnisse hat sich seit Mitte der 1980er Jahre von 15% auf heute 40% mehr als verdoppelt. Die negative Lohneffekte der persistent ultra-lockeren Geldpolitik treffen vor allem weniger qualifizierte Menschen (Isreal und Latsos 2019).

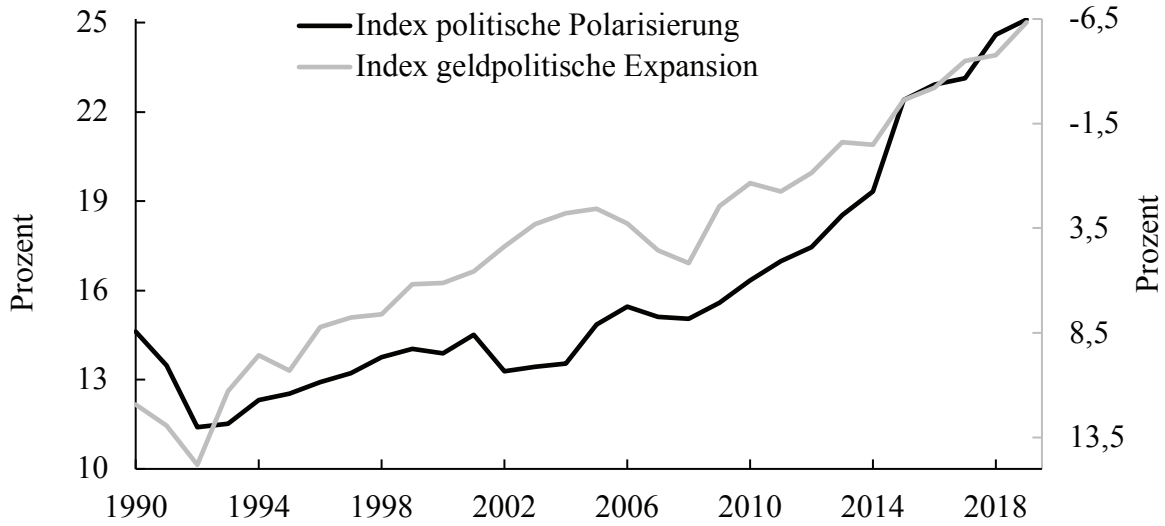
Die Verschiebung der Lasten des geldpolitischen Krisenmanagements auf die junge Generation wirkt auf die Geburtenraten. Easterlin, Pollak und Wachter (1980) haben argumentiert, dass junge Menschen ihren Kindern das bieten wollen, was sie von ihren Eltern gewohnt sind. Doch mit niedrigen Löhnen, unsicheren Beschäftigungsverhältnissen und steigenden Immobilienpreisen ist der Erwerb eines Eigenheims schwer geworden. Sozialer Aufstieg durch Vermögensbildung erscheint unmöglich. Junge Paare passen sich oft an, indem sie die Familienplanung nach hinten verschieben bzw. die Anzahl der Kinder reduzieren.

Weil niedrige Geburtenzahlen die Renten- und Gesundheitssysteme in Schieflage bringen, sehen sich die Regierungen gezwungen die Subventionen für die Renten- und Gesundheitssysteme auszuweiten. Das ist nur möglich, wenn die Zentralbanken noch mehr Staatsanleihen kaufen, um die Zinslast wachsender öffentlicher Schuldenstände erträglich zu halten. In Japan ist deshalb nicht nur die Staatsverschuldung auf ein Rekordniveau unter den Industrieländern angestiegen, sondern auch die Ankäufe von Staatsanleihen durch die Bank von Japan hat sich beschleunigt. Die Ungleichheit wächst so weiter.

Die Wähler empfinden das zwar oft als ungerecht, protestieren aber nicht (Duarte und Schnabl 2018). Caplan (2001) spricht von einer rationalen Ignoranz: Weil der Einzelne nichts ändern kann, ist es rational, sich über die Ursachen wachsender Ungleichheit keine Gedanken zu machen und keinen Protest zu äußern. Nach Hayek (1976) empfinden es Menschen jedoch als ungerecht, wenn der Staat einzelnen Gruppen Privilegien gewährt. Auf die mittlere Frist wendet sich eine wachsende Anzahl von Menschen von den etablierten Parteien ab.

Der IWP Index zur politischen Destabilisierung (Abb. 7) bildet die wachsende politische Polarisierung in der EU28 ab. Er zeigt den Anteil der extremen rechten und linken Parteien bei Parlamentswahlen, die die demokratischen Rechtsstaaten in Frage stellen, als arithmetischen Durchschnitt aller 28 EU-Mitgliedsstaaten.[6] Obwohl jedes EU-Land spezifische Charakteristika hat, ist der gemeinsame Trend deutlich. Lag der Anteil der extremen Parteien im Jahr 1993 im Durchschnitt noch bei 11%, liegt er heute bei 25%. Der Anstieg der Unterstützung für die extremen politischen Parteien läuft parallel zu dem Index der geldpolitischen Expansion, der sowohl konventionelle als auch unkonventionelle Geldpolitik erfasst.

Abb. 7: IWP Index der politischen Destabilisierung



Quelle: Institut für Wirtschaftspolitik, Universität Leipzig.

5. Die Erosion marktwirtschaftlicher Prinzipien

Die wachsende Unzufriedenheit der Menschen löst Interventionsspiralen aus (Mises 1976), da die Politik in der Regel nicht bei den Ursachen, sondern den Symptomen ansetzt. Linke Parteien wollen wachsende soziale Ungerechtigkeiten mit noch mehr zentralbankfinanzierten Staatsausgaben ausgleichen. Zudem werden Preiskontrollen, z.B. in Form von Mindestlöhnen

[6] Diese Gruppe umfasst rechts-extreme, rechts-populistische 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. Zu Details siehe Müller und Schnabl (2018).

oder Mietpreisbremsen gefordert und umgesetzt. Strenge Finanzmarktregulierung unterhöhlt die effiziente Allokation des Kapitals.

Wird die wachsende Ungerechtigkeit der Globalisierung angelastet, werden Freihandelsabkommen blockiert, Handelsschranken aufgebaut und Transferleistungen an andere Staaten oder Regionen in Frage gestellt. Handelskonflikte gehen mit Abwertungen der Währungen einher, hinter denen weiter expansive Geldpolitiken stehen. Sowohl mehr Regulierung als auch Handelsbeschränkungen tragen zu Effizienz- und Wohlstandsverlusten bei, die den Wohlstand weiter untergraben.

Alle Parteien machen Wahlgeschenke, z.B. in Form von Mütterrente, abschlagsfreier Rente mit 63, kostenlosen Kindergärten und Hochschulen oder höherem Kindergeld. Die wachsenden Zuwendungen für Familien und sozial Schwache sollen die Ungerechtigkeiten ausgleichen, die die ultra-lockere Geldpolitik schafft. Doch da die Kosten aufgrund der sinkenden Produktivitätsgewinne nicht mehr über Steuern finanziert werden können, steigt der Druck auf die Zentralbanken weiter Staatsanleihen zu kaufen.

Die Spirale wachsender Staatsausgaben, expansiver Geldpolitik, wachsender Ungleichheit und politischer Destabilisierung dreht sich weiter. Dieser Prozess kann nur durch eine Kehrtwende in den Geldpolitiken beendet werden. Aufgrund der hohen Schuldenstände und der großen Verzerrungen in der Wirtschaftsstruktur könnten die Zinsen nur langsam steigen (Schnabl 2018). Da der Trend in allen Industrieländern ähnlich ist, ist ein international koordiniertes Vorgehen notwendig.

Literatur:

Ampudia, Miguel / Georgarakos, Dimitris, / Jiri Slacalek / Tristiani, Oreste / Vermeulen, Philip / Violante, Giovanni 2018: Monetary Policy and Household Inequality. *ECB Working Paper* 2170.

Berthold, Norbert / Gründler, Klaus (2017): *Ungleichheit, soziale Mobilität und Umverteilung.* Stuttgart, Kohlhammer.

Caballero, Ricardo / Hoshi, Takeo / Kashyap. Anil (2008): Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan. *The American Economic Review* 98, 5, 1943–1977.

Cantillon, Richard (1931): *Abhandlung über die Natur des Handels im allgemeinen*. Sammlung sozialwissenschaftlicher Meister Bd. 25. Jena: Fischer.

Caplan, Bryan (2001): Rational Ignorance Versus Rational Irrationality. *Kyklos* 54, 1, 3-26.

De Loecker, Jan / Jan Eeckhout, Jan 2017: The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications. *NBER Working Paper* 23687.

Deutsche Bundesbank (2016): Verteilungseffekte der Geldpolitik. Monatsbericht September 2016, 15-38.

Domanski, Dietrich / Sctigna, Michaela / Zabai, Anna 2016: Wealth Inequality and Monetary Policy. BIS Quarterly Review March 2016.

Duarte, Pablo / Schnabl, Gunther (2018): Monetary Policy, Inequality and Political Instability. *The World Economy 42*, 2, 614-634.

Easterlin, Richard / Pollak, Robert / Wachter, Michael (1980). Toward a More General Economic Model of Fertility Determination: Endogenous Preferences and Natural Fertility. In *Population and Economic Change in Developing Countries*, 81–150. Chicago, University of Chicago Press.

Fischer, Raphael / Schnabl, Gunther (2018): Regional Heterogeneity and the Rise of Public Debt in Japan in the Post-Bubble Crisis: Lessons for the EMU. *International Economics and Economic Policy 15, 2, 405-428.*

Gerstenberger, Juliane / Schnabl, Gunther (2017): The Impact of Japanese Monetary Policy Crisis Management on the Japanese Banking Sector. *CESifo Working Paper 6440.*

Gordon, Robert (2012): Is US Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds. *NBER Working Paper* 18315.

Gutiérrez, Germán / Philippon Thomas (2017): Declining Competition and Investment in the U.S. *NBER Working Paper* 23583.

Harner, Michele (2011): Activist Distressed Debtholders: The New Bar-barians at the Gate? *Washington University Law Review* 89, 155-208.

Hayek, Friedrich (1976): *Law, Legislation and Liberty: The Mirage of Social Justice* Volume 2. Chicago, University of Chicago Press.

Hoffmann, Andreas / Schnabl, Gunther (2016): The Adverse Effects of Unconventional Monetary Policy. *Cato Journal 36, 3*, 449-484.

Isreal, Karl-Friedrich / Latsos, Sophia (2019): Does Monetary Policy Increase Inequality? Lessons from Japan. *Mimeo*.

Issing, Ottmar (2006): Central Bank Independence - Economic and Political Dimensions. *National Institute Economic Review* 196, 1, 66–76.

Komlos, George (2019): Reaganomics: A Historical Watershed. Forthcoming in *Economists' Voice* 16, 1.

Kornai, Janos (1993): The Evolution of Financial Discipline under the Postsocialist System. *Kyklos* 46, 3, 315–336.

Latsos, Sophia (2019): Real Wage Effects of Japanese Monetary Policy. Forthcoming in ORDO 69.

McKinnon, Ronald (1973): Money and Capital in Economic Development. Washington: Brookings Institution Press.

Milanovic, Branko (2016): *Global Inequality: A New Approach for the Age of Globalization.* Cambridge Massachusetts, The Belknap Press of Harvard University.

Mises, Ludwig von (1976): *Kritik des Interventionismus*. Gustav Fischer, Jena.

Müller, Sebastian / Schnabl, Gunther (2018): Zur Zukunft der Europäischen Union aus ordnungspolitischer Perspektive. *ORDO* 68, 3-34.

Peek, Joe / Rosengren, Eric (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 Massachusetts, The Belknap Press of Harvard University Press.

Rodrik, Dani (2017): Populism and the Economics of Globalization. *Mimeo.* John F. Kennedy School of Government, Harvard University.

Romer, Christina / Romer, David (1999) : Monetary Policy and the Well-being of the Poor. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review* Q I, 21-49.

Saiki, Ayako / Frost, Jon (2014): Does Unconventional Monetary Policy Affect Inequality ? Evidence from Japan. *Applied Economics* 46, 36, 4445-4454.

Schnabl, Gunther (2015): Die gefährliche Missachtung der Vermögenspreisinflation. Zur Wirkungslosigkeit von Inflationszielen als geldpolitische Regelmechanismen. *Leviathan 43, 2, 246-269.*

Schnabl, Gunther (2018): Exit Strategies from Monetary Expansion and Financial Repression. *Cato Journal 38, 2*, 447-466.

Schnabl, Gunther (2019): Lessons from 1948 German Currency and Economic Reform for European Monetary Policy. Forthcoming in *Cato Journal 39, 3.*

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 Förderalismus – Wettbewerbsorientierter Förderalismus 03/1999
Nr. 8	Thomas Lenk / Andreas Mathes	EU – Osterweiterung – Finanzierbar? 03/1999
Nr. 9	Thomas Lenk / Volkmar Teichmann	Die fisikalischen Wirkungen verschiedener Forderungen zur Neugestaltung des Länderfinanz-ausgleichs in der Bundesrepublik Deutschland: Eine empirische Analyse unter Einbeziehung der Normenkontrollanträge der Länder Baden-Würtemberg, 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 Bültel	Continous 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 Hirschefeld	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 Verteilungsmitwirkungen 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 Kondex 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 Slavík / Lenka Slavíková	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 Dept 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 Kapitalmarktzinses 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
Nr. 151	Gunther Schnabl	Ultra-lockere Geldpolitiken, Finanzmarktblasen und marktwirtschaftliche Ordnung 10/2017
Nr. 152	Pablo Duarte / Bernd Süßmuth	Implementing an approximate dynamic factor model to nowcast GDP using sensitivity analysis 02/2018
Nr. 153	Sophia Latsos	Real Wage Effects of Japan's Monetary Policy 03/2018
Nr. 154	Gunther Schnabl / Klaus Siemon	Die EU-Insolvenzrichtlinie zu vorinsolvenzlichen Verfahren aus ordnungspolitischer Perspektive The EU Directive on Preventive Restructuring Frameworks from a Ordoliberal Perspective 07/2018
Nr. 155	Marika Behnert / Thomas Bruckner	Cost effects of energy system stability and flexibility options – an integrated optimal power flow modeling approach 09/2018
Nr. 156	Gunther Schnabl	70 Years after the German Currency and Economic Reform: The Monetary, Economic and Political Order in Europe is Disturbed 10/2018
Nr. 157	Wolfgang Bernhardt	Corporate Governance und Compliance Bunte Streiflichter 2018 11/2018

Nr. 158	Friedrun Quaas	Der spezifische Liberalismus von Hayek im Spektrum des Neoliberalismus 01/2019
Nr. 159	Sophia Latsos	The Low Interest Policy and the Household Saving Behavior in Japan 03/2019
Nr. 160	Gunther Schnabl	Die Verteilungseffekte der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank und deren Einfluss auf die politische Stabilität 06/2019