

UNIVERSITY OF WUPPERTAL
BERGISCHE UNIVERSITÄT WUPPERTAL

EUROPÄISCHE WIRTSCHAFT
UND
INTERNATIONALE MAKROÖKONOMIK



Paul J.J. Welfens

**Innovationen und Transatlantische Bankenkrise:
Eine ordnungspolitische Analyse**

Diskussionsbeitrag 171
Discussion Paper 171

*Europäische Wirtschaft und Internationale Wirtschaftsbeziehungen
European Economy and International Economic Relations*

ISSN 1430-5445

Paul J.J. Welfens

**Innovationen und Transatlantische Bankenkrise:
Eine ordnungspolitische Analyse**

August 2009

Herausgeber/Editor: Prof. Dr. Paul J.J. Welfens, Jean Monnet Chair in European Economic Integration

EUROPÄISCHES INSTITUT FÜR INTERNATIONALE WIRTSCHAFTSBEZIEHUNGEN (EIIW)/
EUROPEAN INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMIC RELATIONS
Bergische Universität Wuppertal, Campus Freudenberg, Rainer-Gruenter-Straße 21,
D-42119 Wuppertal, Germany
Tel.: (0)202 – 439 13 71
Fax: (0)202 – 439 13 77
E-mail: welfens@uni-wuppertal.de
www.euroeiw.de

JEL classification: E61, F20, G21, O11, H23

Key words: Institutionelle Innovationen, Innovationen in Steuerpolitik, Bankenkrise, nachhaltige Entwicklung

Summary: : The US banking crisis and the transatlantic banking crisis, respectively, have caused a global recession and thus raised the debt-GDP ratio in many OECD countries and worldwide. In the analysis presented at first some critical points about financial market innovations and inconsistencies in the institutional framework of the economies are raised. Moreover, the main drivers of the banking crisis have been identified and at the same time a short list of key pro-proposals for reforms are presented; a major element for national policymakers here is the introduction of a new tax system which taxes the variance of the rate of return on equity capital – this is an institutional innovation which would critically affect the incentives in the banking sector. The main impact is not necessarily to raise the overall tax burden for the banking sector but rather to give incentives for sustainable banking: Bankers should face incentives to take a more long term view and to thereby contribute to systemic stability in the banking sector and in the overall economy. Governments which consider responsible economic policy reforms as a key priority on the way to more stability and also as a means for limiting the debt-GDP ratio will pick up the proposed innovation in tax policy. Some of the relevant potential key features based on German data are sketched in the analysis presented. The analysis presented here shows the relevance of institutional developments for the banking crisis and also highlights the need to adequately adjust the institutional framework in OECD countries.

Zusammenfassung: Die transatlantische Bankenkrise hat zu einer nachfolgenden Weltrezession und erheblich erhöhten Schuldenquoten in vielen OECD-Ländern und darüber hinaus zu gravierenden ordnungspolitischen Fehlentwicklungen geführt. Dabei waren schon ordnungspolitische Inkonsistenzen wichtige Auslöser der Bankenkrise. In der vorgelegten Analyse der Bankenkrise werden zudem die Hauptursachen der Bankenkrise identifiziert und zugleich werden Vorschläge entwickelt, wie man seitens der Wirtschaftspolitik mit sinnvollen Reformen auf diese Krise reagieren sollte; hierbei werden wichtige Hauptreformelemente präsentiert, wobei eine neuartige Besteuerung der Varianz der Eigenkapitalrendite von Banken auf nationaler Ebene als ordnungspolitische Reformpriorität eingestuft wird – keineswegs ist dabei notwendig eine höhere Steuerlast für den Bankensektor insgesamt vorgesehen. Durch eine solche institutionelle Innovation werden Anreize für mehr Nachhaltigkeit bzw. eine induzierte längerfristige Orientierung im Bankensektor einerseits und für mehr Stabilität in diesem Sektor und in der gesamten Wirtschaft andererseits geschaffen. Eine verantwortungsbewusste Regierung, die Interesse an mehr Stabilität und letztlich auch an einer Begrenzung der Schuldenquote hat, wird die vorgeschlagene Innovation in der Steuerpolitik – hier mit Blick auf Deutschland auch auf Faktenbasis skizziert – alsbald aufgreifen. Schließlich werden Hemmnisse für ordnungspolitisch angemessene institutionelle Innovationen bzw. Reformen angesprochen.

I appreciate technical support and comments by Martin Keim, Jens Perret and Christian Schröder (EIIW).

*Prof. Dr. Paul J.J. Welfens, Jean Monnet Chair for European Economic Integration,
European Institute for International Economic Relations (EIIW) at the University of
Wuppertal, Rainer-Gruenter-Str. 21, D-42119 Wuppertal, Phone: +49-202-4391371, Fax:
+49-202-4391377*

welfens@eiiw.uni-wuppertal.de, www.euroeiiw.de

Innovationen und Transatlantische Bankenkrise: Eine ordnungspolitische Analyse

Discussion Paper 171

Inhaltsverzeichnis:

Inhaltsverzeichnis:	I
Abbildungsverzeichnis:	II
Tabellenverzeichnis:	II
1. Subprime-Krise und Vertrauensprobleme	1
2. Ordnungspolitische Grundüberlegungen	4
3. Entstehungsdynamik der Transatlantischen Bankenkrise	10
4. Reformoptionen zur Überwindung der Bankenkrise	15
Anhang 1: Rolle der Bankengröße für die Kapitalrentabilität in den USA	23
Anhang 2: Staatliche Interventionen (kumuliert) und ihre fiskalische Wirkung in den Ländern des Euro-Währungsgebietes	24
Anhang 3: Eigenkapitalrenditen (1) des Bankensektors in Deutschland (2)	25
Literatur:	26

Abbildungsverzeichnis:

Abbildung 1: Relativer US-Immobilienpreisindex (Hauspreisindex / BIP-Deflator; 1991Q1=100)	13
---	----

Tabellenverzeichnis:

Tabelle 1: Eigenkapitalrentabilität (1) nach wichtigen Bankengruppen in Deutschland (2)	18
Tabelle 2: Renditen im US-Bankensystem nach Größenklassen der Banken.....	23
Tabelle 3: Staatliche Interventionen (kumuliert) und ihre fiskalische Wirkung in den Ländern des Euro-Währungsgebietes	24
Tabelle 4: Eigenkapitalrenditen (1) des Bankensektors in Deutschland (2) – Gleitende Vierjahresvarianz V und hypothetische Varianz V' (angenommener Steuersatz ist 40%), Elastizität V in Bezug auf $\tau^V = -1$	25

1. Subprime-Krise und Vertrauensprobleme

Ausgehend von einer Krise im US-Hypothekenmarkt bzw. der Subprime-Krise im Sommer 2007 hat sich in den USA eine Finanzmarktkrise ergeben, die sich nachfolgend zu einer transatlantischen Bankenkrise entwickelt hat. Die transatlantische Bankenkrise führte die Finanzmärkte im Oktober 2008 nahe an den Rand eines Systemzusammenbruchs, als das Vertrauen – nach dem Zusammenbruch der US-Investmentbank Lehman Brothers – in den Finanzmärkten kollabierte und die üblichen Interbankenkredite zwischen Großbanken nicht mehr flossen. Dies hat nachfolgend zu einer Weltrezession geführt, wobei zwecks Bankenrettung und Systemstabilisierung zahlreiche ordnungspolitische Grundsätze von Marktwirtschaften zeitweise aufgegeben wurden – Verstaatlichungen bzw. Teilverstaatlichungen von Banken etwa in den USA, Großbritannien und Deutschland sowie anderen EU-Ländern gehören nicht zum normalen Stabilisierungsinstrumentarium; dass der Staat eine Bank besser als private Eigentümer führen kann, ist unter normalen Marktbedingungen höchst zweifelhaft. Denn das virulente Eigentümerinteresse an Vermögenserhaltung und Rendite sind starke Motivationen bei der Führung einer inhabergeführten Bank bzw. der Bestellung des Aufsichtsrates einer börsennotierten Aktiengesellschaft. Hingegen ist die Motivation von Bürokraten, Staatsbanken vernünftig zu kontrollieren, erkennbar gering (man beachte nur das Debakel um die Sachsen LB bzw. diverse Landesbanken oder auch um die IKB, wo der Bund in der Aufsicht als schwach erschien).

Die zahlreichen gravierenden Probleme gerade von Großbanken in den USA werfen Zweifel an den dort vorhandenen Anreiz- und Kontrollsystemen auf, aber auch an der Arbeit der Bankenaufsichtsbehörden. Die Tatsache, dass der Staat mit Teilverstaatlichungen in der Bankenkrise Banken stabilisieren kann, die sich am Kapitalmarkt nicht mehr normal refinanzieren können, reflektiert in OECD-Ländern im Wesentlichen den Sachverhalt, dass der Staat selbst ein Top-Rating hat und unverändert am Kapitalmarkt Schuldtitel emittieren kann – letztlich mit implizitem Hinweis auf seine Fähigkeit, ggf. mit neuen Steuergesetzen die notwendigen Ressourcen für eine ordnungsgemäße Bedienung der Staatsschuld zu sichern. Im Übrigen kann der Staat, wie die historische Erfahrung zeigt, notfalls auch über (nichtantizipierte) Inflation bzw. eine Inflationsbeschleunigung die reale Schuldenlast des Staates vermindern. Indem die US-Zentralbank und die Europäische Zentralbank sowie die Bank of England in großem Umfang einer wachsenden Zahl von Banken in 2008/09 direkt Liquidität bereitstellten oder auch durch den Ankauf von Staatsschuldtiteln die Primär-Geldmenge in einem Umfeld schon historisch niedriger Notenbankzinssätze ansteigen ließen, ist eine potenzielle Inflationsgefahr entstanden. Dabei ist das Entstehen einer tatsächlichen Inflationsbeschleunigung zunächst noch unklar – zu Inflation könnte es in einer Aufschwungsphase nach der Weltrezession bei unzureichender notenbankseitiger Liquiditätskontrolle und stark steigenden Nominalzinssätzen kommen, die die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ansteigen lassen. Der von Walter Eucken mit Blick auf eine stabile Wirtschaftsentwicklung und die Funktion der relativen Preise für die marktwirtschaftliche Allokation betonte Primat der Währungsordnung ist latent bedroht

und viele Euckensche Prinzipien (EUCKEN, 1940; 1952), die man als institutionenökonomisch relevante Aspekte unterstreichen kann, wurden im Vorfeld der Bankenkrise ignoriert. So sind etwa Fragen nach Wettbewerb und Haftungsgrundsätzen im US-Bankensystem von der Wirtschaftspolitik über viele Jahre nicht systematisch thematisiert worden.

Zu den ungewöhnlichen, staatlichen dirigistischen Eingriffen im Zuge der Rettung von Banken in OECD-Ländern gehört auch, dass der Staat auf der mikroökonomischen Ebene der Entgeltfestsetzung in Banken, etwa bei der Managerentlohnung – Stichwort: Bonusregelungen – in vielen OECD-Ländern eingegriffen hat. Hier wird ein punktueller Interventionismus sichtbar, wo eine Änderung der Rahmenbedingungen für das Bankgeschäft doch viel zielführender wäre und dabei zugleich wirtschaftliche Freiheit bzw. Innovationen weniger behindern würde.

Solche Eingriffe in Entgeltsysteme von Banken sind ordnungspolitisch in einer Marktwirtschaft höchst fragwürdig; in einer internationalisierten Bankenwelt werden sie zudem eine Fülle von Ausweichreaktionen als Nebenwirkung der Intervention zur Folge haben, die ihrerseits kostspielig sind. Sicherlich haben hohe Bonuszahlungen in privaten Banken mit riesigen Abschreibungen in Folge Eingehens großer bzw. unkontrollierter Risiken (etwa bei der UBS, Citibank, Bank of America, HRE, Commerzbank; ähnlich bei einigen Staatsbanken) Fragen nach der Angemessenheit der Anreizsysteme in Banken aufgeworfen; hier kann man in der Tag in der Reformdebatte auch ansetzen. Aus ordnungspolitischer Sicht hat der Staat in einer Sozialen Marktwirtschaft die Rahmenbedingungen privaten Wirtschaftens zu setzen und Wettbewerbspolitik zu implementieren sowie angemessene Stabilitätspolitik zu betreiben und eine gewisse Umverteilung – unter Wahrung von Anreizwirkungen – zu organisieren. Aber ein Eingriff in die Vertragsfreiheit bei Banken bedürfte einer besonderen Begründung, zumal hier eine Interventionsspirale auch Richtung andere Sektoren der Wirtschaft droht. Staatliche Ad-hoc-Eingriffe in die Managerentlohnung unterminieren Eigentumsrechte, deren Sicherung für die Innovations- und Wachstumsdynamik von Marktwirtschaften von erheblicher langfristiger Bedeutung sind, wie die Theorie der Eigentumsrechte bzw. der Property-rights-Ansatz verdeutlicht (Überblick: SCHÜLLER, 1983; RICHTER/FURUBOTN, 1999).

All dies wirft nun eine doppelte Frage auf, nämlich inwieweit Fehlanreize in den Finanzmärkten wesentlich zur Krise beigetragen haben und welche ordnungspolitischen Reformen in Europa und den USA als langfristige Stabilisierungselemente gelten können. Bis Sommer 2009 ist eher ein Übermaß an geld- und fiskalpolitisch massiven Interventionen in den OECD-Ländern zu beobachten gewesen, die etwa die Notenbankzinssätze in den USA und Großbritannien bis nahe an die Nulllinie gebracht haben. Neben den üblichen Deficit-spending-Problemen expansiver Fiskalpolitik werden dabei in die staatlichen Haushalte in zahlreichen Ländern der Eurozone massiv durch die Kosten der Bankenrettung belastet, wobei sich binnen kaum zwei Jahren schon ein entsprechender Anstieg der Schuldenquote um 3,3 Prozentpunkte ergab (EZB, 2009).

Dutzende von Großbanken in den USA, Großbritannien und Deutschland sowie einigen anderen OECD-Ländern wurden mit Hilfe von Staatskapitalbeteiligungen und großen Staatsgarantien bei Kapitalmarktplatzierungen von Bankschuldverschreibungen zunächst stabilisiert. Die Bankenaufsicht in vielen Ländern wurde verschärft, aber in Sachen

Ursachenforschung ist relativ wenig geschehen, und an adäquaten Reformen mangelte es auch in 2009 weiterhin. Schon der punktuelle Interventionismus von EU-Ländern in der Bankenkrise im Herbst 2008 – nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers am 15. September 2009 – verdeutlichte, dass der EU-Finanzbinnenmarkt in seiner Funktionsweise gefährdet war. Denn fast immer kam es nur zu isolierten staatlichen nationalen Rettungsaktionen, etwa bei der von Luxemburg, Niederlande und Belgien betriebenen Rettung der Fortis-Bank, die quasi in gerettete nationale Teilstücke zerfiel. Die politisch verkündeten Einlagegarantien, die in Irland in der EU ihren Ausgang nahmen und andere EU-Länder in Zugzwang zu einer ähnlichen Regelung brachten, bedeuteten auch eine neue Asymmetrie in den Märkten, da hinter einzelnen nationalen Banksystemen bzw. den darin enthaltenen Banken nunmehr jeweils unterschiedlich große Länder bzw. Staaten mit jeweils differenziertem Garantiepotenzial standen. Damit entstand dann faktisch im integrierten EU-Binnenmarkt eine neue Finanzmarktfragmentierung, die auch in den Kapitalmärkten anhand der Höhe der unterschiedlichen Risikoprämien etwa für Staatsschuldverschreibungen bzw. Bankschuldverschreibungen deutlich wurden.

Der ordnungspolitische Rahmen definiert die wirtschaftliche Freiheit der Individuen bzw. der Unternehmen und Banken. Er stimuliert, sofern sinnvoll ausgestaltet, marktmäßige Transaktionen, indem er die Erwartungsbildung der Marktteilnehmer erleichtert – sie kennen ja den gemeinsamen Ordnungsrahmen – und Informations- bzw. Transaktionskosten senkt. Ordnungspolitik ist langfristig angelegt und kann dabei auch externe Effekte durch bestimmte Maßnahmen internalisieren, also wohlfahrtssteigernde Markttransaktionen in praktisch allen Bereichen sichern. Wesentlich für das Marktgeschehen sind die strukturellen Anreizwirkungen, die von einer marktwirtschaftlichen Wirtschaftsordnung ausgehen und den Marktakteuren erlauben, ihre wirtschaftlichen Freiheiten in einem kreativen Wettbewerbsprozesse zu erproben, wobei in statischer Sicht Preiswettbewerb, in dynamischer Sicht auch der Innovationswettbewerb wichtig ist. Wettbewerb als Entdeckungsverfahren im Sinn von Hayek ist in einer international verflochtenen Wirtschaft dabei zunehmend auch mit verschiedenen Wirtschaftsordnungen verknüpft, die sich bei funktionierendem internationalen Standortwettbewerb weiterentwickeln. Denn mobile Produktionsfaktoren werden jene Länder bzw. Standorte favorisieren, wo die Wirtschaftsordnung klare Eigentumsrechte und Verantwortlichkeiten definiert sowie geringe Steuerlasten aufbürdet bzw. in der Zukunft aufzubürden verspricht: Mit Blick auf letztere ist die Entwicklung der Schuldenquote relevant, denn die Zinslastquote ist proportional zur staatlichen Schuldenquote, und die künftigen Einkommenssteuersätze werden ansteigen, wenn die Relation Staatsschuld D zu Bruttoinlandsprodukt Y ansteigt.

Mit hohen Kosten für die Steuerzahler bzw. erhöhten staatlichen Schuldenquoten als Folge von Bankenkrise und Weltrezession ist zu rechnen. Dabei bleibt zunächst unklar, ob die Weltwirtschaft zu den hohen Wachstumsraten bzw. zum alten Wachstumspfad der Dekade 1995-2005 zurückfinden wird, der durch das Zusammenspiel von hoher Innovationsdynamik im Sektor der Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT) einerseits und starker Innovationsdynamik im Banken- bzw. Finanzsektor andererseits geprägt war. Diese Schumpeter-Dynamik war eingebettet in eine wirtschaftliche Globalisierung, wobei die Finanzmarktglobalisierung (DEUTSCHE BUNDESBANK, 2008) ein wesentliches Element war. Sinkende internationale Transaktionskosten dank

IKT-Expansion, Kapitalverkehrsliberalisierungen und Finanzmarktinnovationen haben zur Finanzmarktglobalisierung beigetragen, wodurch die Realzinssätze zeitweise sanken, was wiederum zu hohen Investitionsquoten in OECD- und Schwellenländern beigetragen hat. Dabei haben zeitweise unnormal niedrige Risikoprämien – vor allem im Zeitraum 2003-06 in den USA (GOODHART, 2007) – zu einer Art künstlichen Wachstumsbeschleunigung in OECD-Ländern geführt. Daher ergibt sich eine Doppel-Frage:

- wie die Bankenkrise zustande kam und welche Fehlanreize hierbei eine Rolle spielten;
- welche Reformen für die Überwindung der Bankenkrise bzw. nachhaltiges Wirtschaftswachstum in der Weltwirtschaft notwendig sind;

Für die ökonomische Analyse ist die internationale Bankenkrise eine große Herausforderung, denn der Grad an Komplexität der Krisendynamik scheint auf den ersten Blick sehr hoch zu sein. Wie im weiteren zu zeigen sein wird, ist die Ursachenanalyse jedoch recht kompakt und die Schlussfolgerungen in Sachen Reformpolitik sind eindeutig. Es wird dabei auch argumentiert werden, dass eine angemessene Entwicklung und Umsetzung institutioneller Innovationen seitens der Wirtschaftspolitik nicht ohne weiteres zu erwarten sein wird.

2. Ordnungspolitische Grundüberlegungen

Aus ordnungsökonomischer Sicht handeln Wirtschaftssubjekte auf Märkten innerhalb einer Rahmenordnung, die wirtschaftliche Handlungsfreiheiten definiert und damit einen Kreativitäts- und Expansionsspielraum eröffnet, in dem Menschen ihre individuellen Ziele verfolgen können. Da alle Wirtschaftssubjekte in einer gegebenen Wirtschaftsordnung mit ihren Institutionen und formellen bzw. informellen Regeln agieren, gibt es auch eine gewisse Beschränkung bei der Erwartungsbildung (man kann absehen, was andere im Rahmen der Regeln nicht dürfen) der Akteure, was die Koordinierung erleichtert. Relativ komplex kann die Rahmenordnung werden, wenn überlappende Teilordnungen – etwa eine nationale Wirtschaftsordnung und eine von Internationalen Organisationen mit gesetzte internationale Ordnung – relevant sind, wie dies für internationale Finanzmärkte der Fall ist. Wenn Finanzdienstleister im Ausland aktiv werden, sind zudem die nationale Wirtschaftsordnung des Heimatmarktes und die Wirtschaftsordnung des Absatzmarktes zu beachten. Das Tätigwerden von Firmen bzw. Banken in mehreren Wirtschaftsordnungen intensiviert den internationalen Standortwettbewerb und kann unter bestimmten Bedingungen zu einer Art globalem qualitativen Fortschritt ordnungspolitischer Art führen, indem nämlich effizienz- oder innovationsmäßig überlegene institutionelle Arrangements des Auslands von Inland importiert bzw. adaptiert werden. Starke Größenunterschiede bei den involvierten Ländern und Standorten können hier allerdings auch als wichtige Asymmetrie wirken bzw. nur einen asymmetrischen Institutionen-Wettbewerb entstehen lassen; möglicherweise gibt es etwa in großen Ländern nur eine geringe Neigung, die Institutionen aus kleinen offenen Volkswirtschaften nachzuahmen, und auch die Bereitschaft großer Volkswirtschaften selbst, sich im Rahmen eines transparenten

Reportings dem internationalen Vergleich zu stellen, könnte zeitweise oder generell beschränkt sein. Was Letzteres angeht, so hat die US-Administration unter George Bush Jr. durch die Weigerung, in der laufenden Amtszeit das eigentlich fällige Financial Sector Assessment Programme des Internationalen Währungsfonds durchführen zu lassen, den internationalen ordnungspolitischen Wettbewerb zeitweise künstlich beschränkt, zum Nachteil der US-Wirtschaft und der Weltwirtschaft insgesamt, denn ein frühzeitiges FSAP hätte sicherlich zahlreiche Probleme der US-Finanzmärkte bzw. des Bankensektors relativ frühzeitig auf den Aufmerksamkeitsradar der internationalen Finanzakteure und auch der Politik gezogen.

Was Deutschland angeht, so liegt hier eine langjährige ordnungspolitische Tradition im ökonomischen Denken vor. Für die Bundesrepublik Deutschland, aber auch für einige osteuropäische Transformationsländer waren die Vorstellungen der Freiburger Schule um Walter Eucken und Franz Böhm prägend (siehe als Übersicht: BLÜMLE/GOLDSCHMIDT (2003)), die nach den Grundlagen einer Freiheit und Wohlstand sichernden Wirtschafts- und Politikordnung suchten.

Als wichtige intellektuelle Wegbereiter der Sozialen Marktwirtschaft in den Aufbaujahren der Bundesrepublik Deutschland gelten der Ökonom Walter Eucken – und dessen Schüler K. Paul Hensel und Friedrich A. Lutz u.a. –, der Jurist Franz Böhm und andere Vordenker aus der so genannten Freiburger Schule. An der Universität Freiburg wurde von Wirtschaftswissenschaftlern in den 30er und 40er Jahren der Ansatz des Ordoliberalismus entwickelt, der die wirtschaftliche Freiheit durch eine staatlich gesetzte Wirtschaftsordnung verbinden will, die ökonomische Entwicklung im Wettbewerb sichert. In der Analyse wurden auch Interdependenzen der Teilordnungen und von Wirtschaft und Politik betont, wobei mit Blick auf den Staat die Bildung eines Rechtsstaats (das Handeln der staatlichen Akteure ist selbst dem Recht unterworfen) gefordert wird. Die Rolle von freiheitssichernden und effizienzförderlichen Institutionen wurde insgesamt in der Freiburger Schule betont. EUCKEN veröffentlicht seine Hauptideen in seinem Buch „Die Grundlagen der Nationalökonomie“ von 1940; und im zweiten Werk „Grundsätze der Wirtschaftspolitik“, das erst posthum 1952 erschien. Kennzeichnend für die von Walter Eucken mitbegründete Freiburger Schule ist u.a. eine Verbindung von ökonomischer und rechtswissenschaftlicher Analyse, wobei sich ggf. auch Fragen nach der Priorität von wirtschaftlicher Freiheit und Rechtsordnung ergeben.

Eucken formuliert die Idee einer Ordnungspolitik, die einen Ordnungsrahmen für das Handeln des Einzelnen setzt und dabei die Freiheit des Menschen und eine freie wirtschaftliche Entwicklung schützt sowie eine Vermachtung der Wirtschaft verhindert. Im Rahmen einer Wirtschaftsverfassung sollen bestimmte Elemente der Rahmenordnung langfristig festgelegt werden, wobei die Wirtschaftsordnung nicht unabhängig vom Ordnungsrahmen in anderen Lebensbereichen festgelegt werden kann. Eucken tritt ein für eine Wettbewerbsordnung – auf Basis der Marktform der vollständigen Konkurrenz –, bei der das freie Handeln des Einzelnen nur durch die Freiheitsrechte aller Anderen begrenzt ist; aus Sicht moderner wettbewerbstheoretischer Ansätze kann man als Ideal an die Stelle der vollständigen Konkurrenz andere bzw. eben wettbewerbsintensive Marktformen setzen, etwa ein weites Oligopol mit mäßiger Produktdifferenzierung (wie beim Ansatz des funktionsfähigen Wettbewerbs) oder den Ansatz der Wettbewerbsfreiheit. Mit Blick auf den Bankensektor findet sich in den seit den 70er und 80er Jahren verstärkt integrierten

internationalen Finanzmärkten eine gewisse Marktsegmentierung, die u.a. durch Währungsräume und Präferenzen für inländische Finanzprodukte verursacht ist. Unterschiedliche Währungsräume bei flexiblen Wechselkursen, die seit 1973 den OECD-Wirtschaftsraum weitgehend prägen, bedeuteten Abwertungsrisiken bzw. Unterschiede in den Nominalzinssätzen, die sich auf Basis der Zinsparität eben mit Blick auf die erwartete Abwertungsrate ergeben; durch die Gründung der Eurozone bzw. den Start der EZB in 1999 ist in der EU ein größerer Währungsraum entstanden, und eine erhebliche Angleichung der Nominalzinssätze hat stattgefunden. Im Bankensektor der Eurozone hat sich zugleich eine Wettbewerbsintensivierung ergeben, die durch verstärkt grenzüberschreitende Bankaktivitäten zum Ausdruck kam und auch durch den Abbau der Präferenzen von Anlegern für inländische Finanzprodukte. In den USA hat sich in der Dekade nach 1995 der Wettbewerb im Bankensektor vermindert, da durch Bankenkonsolidierung sich die Problematik des Too-big-to-fail intensiviert hat: Das Management von US-Großbanken war dabei darauf eingestellt, dass der Staat wegen der systematischen Risiken eines Großbankenkonkurses einen solchen Konkurs nicht zulassen werde (dass die Bush-Administration dann doch nach der Rettung der Investmentbank Bear Stearns Lehman Brothers in Konkurs gehen ließ, war ideologisch bedingt – soweit jedenfalls die Recherchen des Autors in den USA: Die US-Regierung hatte an der Wall Street nach der Bear Stearns-Rettung die Nachricht verbreitet, dass es keine weitere Bankenrettung mehr geben werde und hoffte, damit einen solchen weiteren Fall überhaupt zu verhindern. Als dann das Problem Lehman Brothers einige Monate später dennoch als ernste Herausforderung auftauchte, stellte der US-Finanzminister Paulson letztlich an dem Wochenende 15./16. September 2008 die Weichen auf Konkurs, da am 16. September keine US-Bank mehr für eine Übernahme von Lehman Brothers bereits stand und für den einzigen Bieter, der britischen Barclays Bank, nicht die von Barclays und der britischen Regierung bzw. der Bank of England geforderten Garantien durch den US-Kongress zu erwarten waren).

Im Bankensektor hat man in den USA in der Zeit der modernen Globalisierung nicht für wirksamen Wettbewerb gesorgt und zudem war die Bankenaufsicht schwach bzw. ineffektiv. Der Staat ist aus ordoliberaler Sicht aufgerufen, eine Wettbewerbsordnung zu schaffen und zu schützen. Aus dieser Sicht sind die US-Entwicklungen gerade im Bankensektor ordnungspolitisch ein Problem, denn gerade im Bankensektor gilt die Euckensche Hypothese, dass der Wettbewerb ohne staatlichen Schutz des Wettbewerbs zur Selbstauflösung im Gefolge von Rezessionen bzw. Wirtschaftskrisen bzw. Konsolidierungen tendiere. In Deutschland gab es hingegen einen institutionell fragmentierten Bankenmarkt, bei dem die Privatbanken – hier ohne Genossenschaftsbanken betrachtet – wegen hoher Markteintrittsbarrieren nur einen relativ geringen Sektor bei den Spareinlagen auf sich ziehen konnten. Im Firmenkundengeschäft wiederum waren die staatlichen Sparkassen einerseits und mehr noch die Landesbanken andererseits Konkurrenten der privaten Großbanken.

Aus einer ordoliberalen Sicht gilt: Ordnungspolitische Hauptaufgaben des Staates können einerseits unter der Überschrift konstituierende Prinzipien bzw. Schaffung der Grundlagen einer Wettbewerbsordnung und andererseits mit den „regulierenden Prinzipien“ zusammengefasst werden. Bei den regulierenden Prinzipien geht es um die Begrenzung unerwünschter ökonomischer und sozialer Risiken und Nebenwirkungen der

marktwirtschaftlichen Rahmenordnung. Bei den konstituierenden Politikprinzipien geht es neben der Wettbewerbspolitik und dem Prinzip des freien Marktzutritts und dem Privateigentum an den Produktionsmitteln bei EUCKEN um die folgenden vier Punkte:

- Geldwertstabilität als Ziel der Wirtschafts- bzw. Geldpolitik: Durch Geldwertstabilität wird das Wirken des Preismechanismus unterstützt; zudem ist Inflation u.a. deshalb zu verhindern, da eine plötzliche Entwertung der Ersparnisse droht – hier ist in der Bankenkrise ein doppeltes Problem entstanden: Durch sehr niedrige Notenbankzinssätze noch in den Endjahren der Ära des US-Notenbankchefs Greenspan entstand infolge negativer Realzinssätze eine starke Investitionskonjunktur, die eben auch mit hohen Zuwachsraten beim Kreditwachstum von Unternehmen und privaten Haushalte einhergingen.
- Konstanz der Wirtschaftspolitik, wobei hier der Verzicht auf plötzliche Änderungen in der Politik gefordert ist. Verzicht auf plötzliche Kursänderungen erleichtert die Erwartungsbildung und schafft Rechtssicherheit, was insbesondere für Investoren unverzichtbar ist. Eine Konstanz der Wirtschaftspolitik gab es in der US-Bankenaufsicht im statischen Sinn gewiss nicht, denn die Personalressourcen der Bankenaufsicht sanken relativ zum wachsenden Finanzmarktsektor; die effektive Bankenaufsicht verschlechterte sich daher. Zudem wurden in den USA unter der Bush-Administration – hier der Endphase der Clinton-Administration folgend – Deregulierungen im Bankensektor durchgesetzt; hierfür gab es z.T. gute ökonomische Gründe, aber gerade in einem solchen liberalisierten Umfeld hätte man verstärkt Wert auf einen funktionierenden Reputationswettbewerb der Banken setzen müssen, der wiederum auf aussagefähigen Bankbilanzen beruht. Da die Banken aber seit Mitte der 90er Jahre, dem Druck hoher Renditen der Hedge Funds folgend, zunehmend auf riskante und hochrentierliche außerbilanzielle Geschäfte setzten, wurde zugleich der Reputationswettbewerb im Zuge zunehmend wenig aussagefähiger Bankbilanzen geschwächt. Indem der Staat gewisse Mindestanforderungen bei Börsenprospekten und im Bilanzrecht setzt, kann der Staat wesentlich zur Markttransparenz beitragen. Der Staat hat in den USA und der EU jedoch gerade im Bereich der Bilanzklarheit und Bilanzvollständigkeit gegenüber den Banken keine hohen Anforderungen gesetzt; es ist jedenfalls sonderbar, wenn Mittel- und Großbanken z.T. mehr als 50% des Geschäftsvolumens und der Erträge außerhalb der Bilanz erwirtschaften. In einem solchen Umfeld ist kaum zu erwarten, dass der Wettbewerb auf den Kapitalmärkten effizient ist.
- Vertragsfreiheit ist eine Basis für Privatautonomie und Eigenverantwortung; allerdings sind Verträge zur Aufhebung der Wettbewerbsordnung nicht zulässig. Zur Vertragsfreiheit gehört es, dass die Eigentümer von Firmen und Banken Entlohnungssysteme beschließen, die aus Eigentümersicht anreizkompatibel sind bzw. für die Umsetzung der Zielvorgaben der Eigentümer sorgen. Wenn und sofern Bankaktionäre keine aus ihrer Sicht zielführendes Entlohnungssysteme durchsetzen – etwa weil ihnen die veränderten Marktstrukturen bzw. Produktinnovationen nicht wirklich bekannt oder verständlich sind –, dann müssen die Aktionäre die Konsequenzen tragen; dies schließt das Risiko von Vermögensverlusten ein. Tatsächlich gab es in den 80er und 90er Jahren zahlreiche Finanzinnovationen

komplexer Art und es scheint, dass bei vielen Aktionären relativ wenig Wissen über die Anzeizeffekte bestimmter Finanzinnovationen (und die Zustände in den Rating-Märkten) – wie etwa der strukturierten Verbriefung – bestanden. Verbriefungen sind seit vielen Jahrzehnten bekannt, aber strukturierte Verbriefungen etablieren nach Risikotranchen abgeschichtete Verbriefungen, wobei die Verbriefungsakteure für einen großen Anteil an top-gerateten Verbriefungstranchen sorgten: Mit der Folge, dass eine Risikoillusion in großen Teilen des Finanzmarktes entstand, während man zugleich Liquiditätsrisiken zu unterschätzen neigte – vermutlich weil man angesichts der Internationalisierung der Finanzmärkte von einer grundsätzlichen Zunahme der Liquidität top-gerateter Papiere ausging.

- Das Prinzip der vollen Haftung soll die Eigenverantwortung der Wirtschaftsteilnehmer sichern und verhindern, dass Risiken bzw. Verluste unternehmerischen Handels der Gesellschaft angelastet werden – und Gewinne privat realisiert werden. Das Prinzip der vollen Haftung heißt vereinfacht, dass wer Erträge risikobehafteter Projekte realisieren will, auch bereit sein sollte, die entsprechenden Risiken zu tragen. Im Vergleich zur EU war die Hypothekenmarkt-Situation in den USA insofern problematisch, als Hauskäufer bei Eintreten eines negativen Vermögenswertes des Projektes – z.B. Hauspreisverfall reduziert den Hauspreis unter den Wert des Hypothekenkredits – nicht dem Prinzip der vollen Haftung unterliegen; und für diesen Fall wird der Hauskäufer daher auch keine Vorsorge treffen, was im Krisenfall zu einem enormen Leerstand führt (über 19 Mio. Hauseinheiten standen in den USA Ende 2008 leer). Hier institutionelle Reformen herbeizuführen ist Sache der US-Regierung. In Deutschland und vielen anderen OECD-Ländern gilt andererseits bei Großbanken das Prinzip der vollen Haftung im Zuge des Too-big-to-fail-Problems nicht. Denn Großbanken können hochriskante Projekte – auf der Jagd nach hohen Renditen bzw. einer hohen Eigenkapitalrendite – realisieren und dabei für den Fall eines kritischen Misserfolgs darauf setzen, dass der Staat die Bank mit Steuermitteln retten wird. Hier fehlt die Geschlossenheit der Wirtschaftsrechnung; mittels Entflechtungen einerseits und Regulierungen verbleibender Großbanken andererseits wird man die Problematik angehen können.

EUCKEN ging von einer relativ strengen Komplementarität dieser Prinzipien aus. Ein halbes Jahrhundert nach Eucken kann man diese Prinzipien mit Ausnahme des Leitbilds der vollständigen Konkurrenz als wirtschaftspolitisch relevant ansehen.

Die konstituierenden und regulierenden Prinzipien können helfen, auf recht einfache Weise in marktwirtschaftlich orientierten Ländern jene Minimalprinzipien für eine vernünftige Wirtschafts- und Politikordnung festzulegen, die dauerhaften Wohlstand bei großer Freiheit bringen. Zu den regulierenden Prinzipien gehören insbesondere: Die Monopolkontrolle, eine an Regeln gebundene Sozialpolitik und Vorkehrungen gegen anomales Angebotsverhalten – etwa auf dem Arbeitsmarkt. Regulierung von Großbanken kann man auch mit den regulierenden Prinzipien rechtfertigen, nämlich in den Bereichen, wo ein anomales Angebotsverhalten besteht: In einer Phase steigender Investitionsrisiken könnten gerade Großbanken ihre Kreditangebote noch weiter erhöhen, was vor dem Hintergrund risikoscheuer Wirtschaftssubjekte als anomales Angebotsverhalten

eingeorordnet werden könnte. Das gilt insbesondere dann, wenn man bedenkt, dass die Verbriefung von Krediten den Anreiz bei den Bankmanagern reduziert hat, sich die eigentlichen bzw. ursprünglichen Kreditrisiken genauer anzusehen – man konnte ja davon ausgehen, dass die Kredite zügig gebündelt und verbrieft in den Kapitalmarkt weiterverkauft werden könnten. Zudem hatte sich Mitte der 90er Jahre zunehmend der Handel mit Kreditrisiken in den USA und der EU verbreitet, wogegen grundsätzlich zunächst keine Einwände bestehen; jedenfalls dann nicht, wenn der Handel auf transparenten Märkten stattfindet. Da jedoch die Risiken bzw. Credit Default Swaps over the counter – eben in intransparenter Weise – veräußert wurden, gab es keine wirklich transparenten Märkte für den Handel mit Kreditrisiken (wie stark AIG in den Handel mit Subprime-Kreditrisiken engagiert war, erfuhren Aktionäre und US-Öffentlichkeit erst im Herbst 2008 und im Frühjahr 2009). Erst mit der 2009 in den USA und der EU erfolgten Einrichtung von Clearing-Stellen wurde hier mehr Markttransparenz geschaffen.

Für Deutschland hat der Ordoliberalismus vor allem in den ersten Gründungsjahrzehnten bzw. unter Wirtschaftsminister – später Kanzler – Ludwig Erhard eine große Rolle gespielt. Die Böhmische Idee einer Privatrechtsgesellschaft ist ebenfalls von besonderem Interesse: Demnach können Individuen über Verträge ein relativ autonomes Rechtssystem schaffen bzw. im Zeitverlauf anpassen. In der Freiburger Schule wird auch eine gewisse Verbindung von Wirtschafts- und Politikordnung mit der kulturellen Ordnung gesehen. Verantwortungsbewusstsein und Rechtschaffenheit („ehrlicher Kaufmann“ als Leitbild) von Unternehmern und Bankiers galten den Ordoliberalen als Teil der kulturellen Ordnung. Inwieweit solche Wert in der Welt der Finanzglobalisierung noch Geltung haben, wäre zu untersuchen; vermutlich aber haben im Zuge der Finanzglobalisierung bekannte Probleme der Finanzmärkte wie Moral Hazard, asymmetrische Information und opportunistisches Verhalten an Bedeutung gewonnen, da die involvierten Marktakteure bzw. die aktiven Gruppen auf den internationalisierten Finanzmärkten sich kaum noch persönlich kennen und in hochmobilen Gesellschaften auch die Stabilität von Gruppen sich reduziert hat.

Eucken betonte, dass der Staat immer Gefahr läuft, von Gruppeninteressen dominiert zu werden. Daher formulierte Eucken ergänzend zu den konstituierenden und regulativen Prinzipien zwei staatspolitische Grundsätze: Der Staat soll demnach vor dem Einfluss wirtschaftlicher Machtgruppen abgeschirmt sein, und zudem soll es einen Primat der Ordnungspolitik vor interventionistischer Wirtschaftspolitik geben; d.h. dass der Staat nach Möglichkeit nicht über punktuelle Intervention in die Wirtschaftsentwicklung eingreifen soll, sondern durch sinnvolle Ausgestaltung bzw. Änderung der Wirtschaftsordnung. Dabei ist der Staat als Rechtsstaat auszugestalten, was aus moderner Sicht insbesondere bedeutet: Sicherung der Grundrechte bzw. der Freiheit des Einzelnen, Gewaltenteilung, Gleichheit der Bürgerinnen und Bürger vor dem Gesetz und Grundsatz der Verhältnismäßigkeit von Staatseingriffen. In der Transatlantischen Bankenkrise ist der Staat in den USA und der EU vielfach mit punktuellen Rettungsinterventionismus aufgetreten. Das mag in bestimmten Krisensituationen einiger Länder durchaus vertretbar gewesen sein. Es fehlt aber bislang weitgehend eine ordnungspolitische Erneuerung, die ja die Internationalisierung der Märkte nachvollziehen müsste – bei Aufrechterhaltung des Systemwettbewerbs.

Anzusetzen ist daher bei der Internationalisierung der Ordnungspolitik im Bereich der Finanzmärkte; hierbei soll sichergestellt werden, dass man einerseits den internationalen

institutionellen Wettbewerb verstärkt, andererseits ist auf länderübergreifender Ebene in bestimmten Bereichen eine angemessene Rahmenordnung der Finanzmärkte zu entwickeln. Bei Letzterem könnte es etwa darum gehen, dass man internationale Mindeststandards für Rating-Agenturen festlegt und die Bezahlung der Rating-Agenturen in einem zweistufigen Modell organisiert (WELFENS, 2009): Hiernach wird das Rating einer Anleihe nicht mehr wie ein privates Gut behandelt, für das das emittierende Unternehmen bzw. die entsprechende Bank zu zahlen hat; vielmehr zahlen alle mit Anleihen an den Markt tretenden Akteure in einen Finanzpool ein, aus dem dann in kompetitiver Weise Rating-Agenturen bezahlt werden – deren Bezahlung wiederum erfolgt aus dem Pool, wobei die Emittenten die Beiträge in Abhängigkeit von ihrem angebotsseitigen Marktanteil übernehmen müssen: Das macht aus dem Rating tendenziell ein öffentliches Gut; in jedem Fall auch insoweit, als ein funktionierender Rating-Markt selbst zum öffentlichen Gut Finanzmarktvertrauen beiträgt.

3. Entstehungsdynamik der Transatlantischen Bankenkrise

Für die Entwicklung moderner Marktwirtschaften spielen Banken als Finanzintermediäre seit Jahrhunderten in Marktwirtschaften eine wichtige Rolle: Dank effizienter Finanzintermediation, die viele kleine Sparbeträge unterschiedlicher Fristigkeit im wesentlichen finanzierungsmäßig in langfristige Investitions- bzw. Innovationsprojekte der Realwirtschaft leitet, hat sich ein enormer wirtschaftlicher Aufschwung im England der Industrialisierung und nachfolgend in Kontinentaleuropa, den USA sowie in Teilen Asiens ergeben. Losgrößen-, Fristen- und Risikotransformation gehören zu den Standardelementen der Finanzintermediation, wobei in den USA und Großbritannien seit dem Beginn des 20. Jahrhunderts eine starke Expansion der Kapitalmärkte bzw. Aktienbörsen hinzutrat. Die US-Finanzmärkte hinkten im späten 19. Jahrhundert noch hinter Großbritannien hinterher. Die USA traten zeitweilig als Kapitalexporteur auf, die Hauptexportländer von Kapital hießen allerdings Großbritannien, Deutschland und Frankreich. Das internationale System funktionierte auf Basis des Goldstandards weitgehend zufrieden stellend; die Zinssätze in Europa waren niedrig – bei geringen Zinsunterschieden zwischen westeuropäischen Ländern. Große Probleme entstanden dann in der Zwischenkriegszeit bzw. in den 30er Jahren, wobei die USA 1935 nicht nur eine Einlagensicherung einführten, sondern auch die Securities Exchange Commission gründeten – zwecks Regulierung von Börsengeschäften (TILLY, 2003, 182). Dies ist gerade jene Institution, die bei der Finanzaufsicht über die US-Investmentbanken (Banken ohne normales Einlagengeschäft) zu Beginn des 21. Jahrhunderts versagt hat.

Die USA sind seit Jahrzehnten für ihre hochentwickelten Finanzmärkte bekannt und hatten über lange Jahre – abgesehen vom Sonderfall Schweiz – den niedrigsten realen Kapitalmarktzins der OECD-Länder. Zudem konnten Firmen eine große Palette an differenzierten Finanzangeboten nutzen, inklusive leistungsfähige spezialisierte Venture-Capital-Angebote, die mittelfristig der realwirtschaftlichen Innovationsdynamik und dem Wachstum der USA zugute kamen. Es gibt für die USA und die EU empirische Evidenz, die darauf hinweist, dass Venture-Capital-Ausgaben im Vergleich zu staatlichen F&E-

Ausgaben einen relativ hohen Wachstumseffekt haben (Kortum/Lerner, 1998; Schröder, 2009). Inwieweit durch die US-Bankenkrise auch die Venture-Capital-Märkte in den USA nur noch in reduziertem Umfang ihre bisherige Rolle als Stimulator des technischen Fortschritts in den USA werden ausüben können, bleibt abzuwarten.

In Deutschland ist mit Blick auf die Bankenkrise festzustellen, dass vor allem die Landesbanken (inklusive der Sachsen LB, die als eigenständiges Institut unterging) und die staatlich beherrschte Deutsche Industriebank IKB – mit der KfW als Haupteigentümerin bis zum Verkauf der IKB in 2008 – stark negativ von der US-Banken- bzw. Finanzmarktkrise betroffen waren; die Exposition von IKB und Sachsen LB im Bereich von Subprime-Papieren war noch größer als die der von der Bilanzsumme viel größeren Deutschen Bank. Als Problembanken zu nennen sind bei den privaten Großbanken die Commerzbank und die Dresdner Bank, die in 2008 fusionierten, sowie die HRE, die offensichtlich keiner wirksamen Bankenaufsicht in Deutschland unterlag und schließlich durch Verstaatlichung gerettet wurde. Die stark in diversen US-Verbriefungsgeschäften engagierten Landesbanken aus Deutschland hatten sich vor dem Wegfall der Staatsgarantien in 2008 noch kräftig mit riskanten US-Papieren vollgesogen und zeigten damit ein typisches Moral Hazard-Verhalten. Aus ordnungspolitischer Sicht ist anzumerken: Bund und Länder hätten im Vorfeld des Wegfalls der Staatsgarantien für die Landesbanken Begleitgesetze auf den Weg bringen können, die der absehbaren Neigung zu riskanten Zusatzgeschäften gerade in der Übergangsphase einen Riegel vorgeschoben hätten. Solch eine Gesetzgebung, die aus den bekannten Principal-Agent-Problemen heraus doch eigentlich auf der Hand lag, blieb mangels ordnungspolitischem Bewusstsein in der Wirtschaftspolitik aus. Diese Feststellung hat gerade für ein Land wie Deutschland einige Brisanz, da sich hier zeigt, dass auf der Bundesebene bzw. in den entsprechenden Ministerien eine grundlegende Schwäche bei ordnungspolitischen Überlegungen eingetreten ist. Die volkswirtschaftlichen Kosten sind – siehe die Bankenkrise bzw. die hohen Restrukturierungskosten gerade bei den Landesbanken – enorm.

Die Banken- bzw. Finanzmarktglobalisierung ist seit den 80er Jahren vorangeschritten; in den 90er Jahren spielte bei internationalen Direktinvestitionen gerade der Bankensektor eine führende Rolle (WELFENS/WOLF, 1997). Seit den späten 90er Jahren ergaben sich zunehmend Verwerfungen auf den Finanzmärkten bzw. im Bankenmarkt, der u.a. im Zuge einer zunehmenden Too-big-to-fail-Problematik weniger wettbewerbsintensiv wurde. Allerdings zeigte sich durchaus eine starke Finanzmarktinnovationsdynamik, die teilweise der Konkurrenz durch Hedge Fonds mit ihren hohen Renditen, teilweise auch der Niedrigzinspolitik unter Notenbank-Chef Greenspan zuzuschreiben war. Jedenfalls lässt sich argumentieren, dass ausgeprägte Niedrigzinsphasen zu einer Unzufriedenheit von Finanzanlegern mit den erzielten realen Renditen führen, worauf Banken bzw. Finanzdiensteanbieter mit der Entwicklung höher rentierlicher und das heißt in der Regel auch riskantere Anlagen – im Sinn der Varianz der Rendite – reagieren. In der ökonomischen Analyse hat man, von wenigen Ausnahmen abgesehen (siehe etwa RAMSER/STADLER (1995) und die dort zitierte Literatur) Fragen der Finanzinnovationen lange Zeit relativ wenig Interesse entgegengebracht.

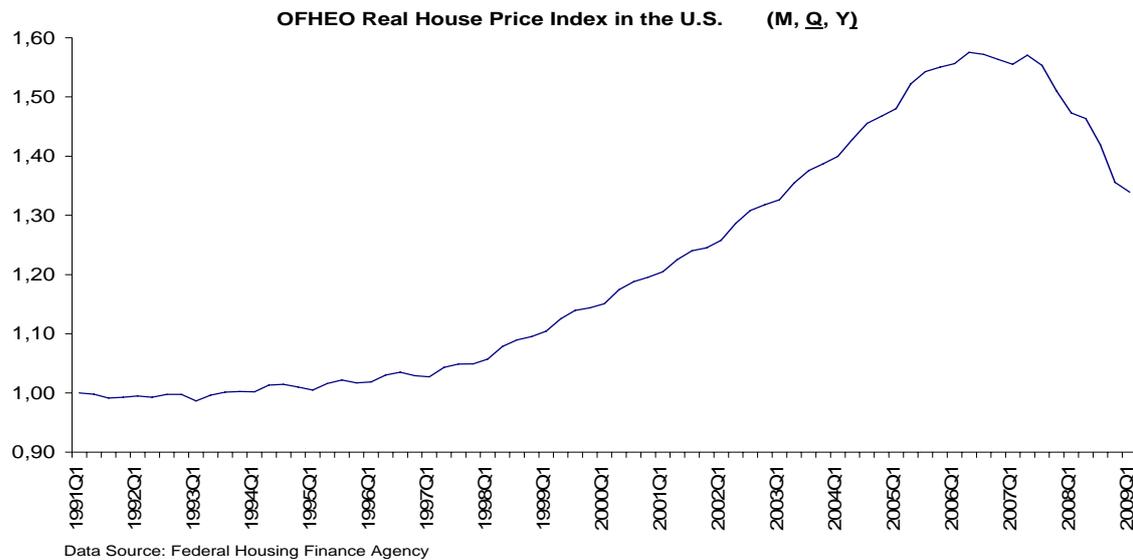
Nicht ohne weiteres ist nachzuvollziehen, dass die Entwicklung zu mehr Finanzinnovationen für eine Reihe von Großbanken in den USA zum Problem wurde. Allerdings hat in den USA die wachsende Konkurrenz der Hedge Fonds die Großbanken

Ende der 90er Jahre sichtbar unter Druck gesetzt und zunächst einmal stiegen die Anspruchsrenditen bei den Banken. Wenn man davon ausgeht, dass damit auch die Risiken für die Banken sich erhöhten, fragt man sich, ob es denn auch einen parallelen Ausbau der Risikomanagementsysteme gegeben hat. Hier sind erhebliche Zweifel angebracht (BIS, 2000) und die Institutionen, die sich um diese Frage in den USA (und auch in der EU) hätten kümmern sollen, nämlich die Wirtschaftsprüfer – sie sollen ja u.a. die Überlebensaussicht von Banken/Unternehmen für das nächste Jahr und die Integrität des Risikomanagementsystems prüfen – und die Bankenaufsicht haben zu wesentlichen Teilen versagt. Wenn man sich fragt, ob die Finanzmärkte in den USA ein Innovationssystem im Sinn der üblichen – tendenziell eher realwirtschaftlichen – Innovationsliteratur (z.B. GRUPP, 1997; WELFENS, 2008) herausgebildet haben, so kann man diese Frage weitgehend verneinen; und Ähnliches gilt für die EU (und vermutlich auch für die Schweiz). Ein leistungsfähiges Innovationssystem ist eine effiziente Vernetzung von im Innovationsprozess involvierten komplementären Akteuren, die eine hohe Intensität der Innovationsdynamik und eine hohe Qualität der Innovationsprozesse hervorbringen.

Vermutlich haben die USA bis in die 80er Jahre noch ein halbwegs funktionsfähiges Finanzinnovationssystem gehabt, aber mit zunehmender Internationalisierung der Bankenmärkte bzw. den von sinkenden Kommunikationskosten getriebenen Direktinvestitionen von Banken (WIELAND, 1995) entstanden zunehmend internationalisierte Finanzdienstleistungen, die jedoch zu einem erheblichen Teil im Ausland via Zweigniederlassungen und Tochtergesellschaften erbracht wurden – mit wohl geringer Rückkopplung zum US-Bankensystem bzw. zur US-Finanzmarktaufsicht. Schon in den 80er Jahren ergaben sich starke Tendenzen zur Verbriefung von Krediten, und zwar Krediten an Staaten in Entwicklungs- und Schwellenländern, wobei die US-Banken stark negativ von der Mexiko- bzw. Lateinamerikakrise betroffen waren. Mitte der 80er Jahre veröffentlichte die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS, 1986) einen analytischen Bericht mit dem Titel „Recent Innovations in International Banking“, wobei bereits Fragen der Verbriefung von Krediten – damals mit dem Focus auf staatlichen Krediten bzw. Auslandskrediten – kritisch reflektiert wurden.

Die zunehmende Verbriefung inländischer Kredite in den USA in den 90er Jahren bezog sich wesentlich auch auf Immobilienkredite, inklusive der bonitätsmäßig schwachen Kategorien Subprime und Alt-A, die jedoch jeweils nur etwa 720 Mrd. \$ in 2007 ausmachten: Zusammen entsprach dies etwa 10% des nominalen US-Bruttoinlandsproduktes. Es ist von dieser Größenordnung her eigentlich erstaunlich, dass die Subprime-Krise, die mit dem absoluten und relativen (siehe Abbildung) Preisverfall der US-Immobilienkrise in 2007 einsetzte, das ganze US-Bankensystem in Überlebensprobleme geraten ließ – und die USA sowie nachfolgend die Weltwirtschaft in die schärfste Rezession seit der Weltwirtschaftskrise stürzte. Das US-Bankensystem war eben strukturell geschwächt, wobei natürlich der absolute Verfall der Immobilienpreise offenbar für viele Marktakteure unerwartet kam: naiv hatte man adaptive, also vergangenheitsorientierte Erwartungen gebildet.

Abbildung 1: Relativer US-Immobilienpreisindex (Hauspreisindex / BIP-Deflator; 1991Q1=100)



Viele Banken in den USA und der EU betrieben seit den späten 90er Jahren – auf der Jagd nach neuen Top-Eigenkapitalrenditen – zunehmend außerbilanzielle Geschäfte, für die die Eigenkapitalvorschriften von Basel I/II nicht galten. Dabei wurden letztlich mit großen Kredithebeln über eigene Zweckgesellschaften verbriefte Kapitalmarktprodukte angekauft, darunter eben auch Subprime-Papiere, und dann begann mit der Subprime-Krise eine Abwärtsspirale:

- Da die Zweckgesellschaften (Special Purpose Vehicles) sich angesichts der im Sommer 2007 massiv einsetzenden Zweifel an der Werthaltigkeit von MBS-Papieren (Mortgage Backed Securities: durch Immobilienkredite gesicherte Papiere) – und weitergehend von Asset Backed Securities (ABS-Papieren) insgesamt – nicht mehr wie bis dahin üblich über kurzfristige Kredite (commercial papers) am Kapitalmarkt refinanzieren konnten, mussten die Banken als Muttergesellschaften einspringen und nahmen liquiditätsmäßig schwache Papiere von Zweckgesellschaften schrittweise in die eigene Bilanz auf. Die effektiv bei vielen Banken schlechte Qualität der ABS/MBS erklärt sich auch aus dem Anreizproblem, dass Bank-Manager bei der Kreditvergabe mit Blick auf die Elemente Risiko und Liquidität wenig Anreiz zu einem kritischen Blick auf die vergebenen Kredite hatten, da sie eben fast blind darauf setzten, via die Finanzinnovation Verbriefung die Kredite gebündelt (CDO) in den Kapitalmarkt weiterreichen zu können; eine wichtige Innovation war das Tranchieren der Kredite bzw. der Verbriefungen, da man Kredite nach Risikoklassen quasi vertikal tranchierte und insgesamt Kredite tendenziell so in Paketen mischte, dass ein verbessertes Rating für die Kredittranchen oberhalb der voll im Risiko stehenden Equity Tranche zustande kam. Die Rating-Agenturen vergaben hier freigiebig Top-Ratings. Zur Jahreswende 2007/08 erwiesen sich aber immer mehr top geratete Papiere als relativ illiquide, und große Abschreibungen bzw. Verluste bedrohten viele Großbanken in den USA und der EU (Ausnahmen waren Spanien und Italien, wo die Zentralbanken der Expansion außerbilanzieller Geschäfte regulatorisch z.T.

erhebliche Riegel vorgeschoben hatten). Bankmanager und Händler von Banken zeigten vor allem zu Beginn des 21. Jahrhunderts einen starken Hang zu kurzfristigen Entscheidungshorizonten und zum Eingehen hoher Risiken bei der Jagd nach Top-Renditen, wobei entsprechende Bonus-Systeme entsprechende Anreize gaben.

- Damit aber breitete sich nun eine Misstrauensspirale bei den Großbanken dahingehend aus, als immer schärfer die Frage gestellt wurde, wie viele toxische Papiere aus Zweckgesellschaften diverse Großbanken denn noch in die eigene Bilanz zu stellen hatten. Die Intransparenz der außerbilanziellen Aktivitäten in den Zweckgesellschaften hatte – aus theoretischer Sicht – zu einem Market-for-Lemons-Problem geführt: Großbanken hatten selbst den Interbankenmarkt durch ihre Geschäfts- bzw. Bilanz- und Informationspolitik zerstört: AKERLOF (1970) hatte allgemein auf ein mögliches Problem des Marktversagens bei asymmetrischen Informationen bzw. Informationsunsicherheit und negativer Qualitätsvermutung aus theoretischer Sicht hingewiesen („Zitronenmarktproblem“). Die Informationsqualität von Bilanzen wurde in der Bankenkrise zunehmend angezweifelt; damit aber wuchs das Misstrauen im Interbankenmarkt. Dieser kollabierte Ende 2007 und dann im Verlauf 2008 sowohl in den USA als auch in der EU. Damit aber wurden die Zentralbanken quasi gezwungen, in riesigem Umfang Extra-Liquidität zur Sicherung des Bankensystems bereitzustellen, wobei man anfänglich von vorübergehenden Notmaßnahmen sprach, jedoch dann in eine mehrjährige Sondersituation geriet – dabei wurden noch die Notenbankzinssätze bis Anfang 2009 auf historische Rekordniveaus abgesenkt und die normalen Instrumente der Geldpolitik wurden völlig stumpf. Unkonventionelle Maßnahmen, etwa der direkte notenbankseitige Ankauf von staatlichen Wertpapieren oder Bankschuldverschreibungen, wurden in den USA, Großbritannien und der Eurozone diskutiert und ansatzweise praktiziert. Im Übrigen hatte der ideologisch motivierte US-Konkursfall Lehman Brothers im September 2008 das bestehende Restvertrauen auf den Interbankmärkten weltweit zerstört. Hier beging die Bush-Administration einen gravierenden Politikfehler, der zudem Politikinkonsistenz zeigte, da man die kleinere Bear Stearn Investment Bank in der frühen Phase der US-Bankenkrise noch im März gerettet hatte. Allerdings gibt es in den USA und der EU in der Tat ein Too-big-to-fail-Problem, dass nämlich Großbanken übermäßig Risiken eingehen und dabei darauf setzen, dass sie nicht in Konkurs gehen können bzw. der Staat die Bank im Zweifelsfall retten wird. Es ist im Übrigen keinesfalls so, dass die größten US-Banken auch die höchsten Kapitalrenditen erzielen, sondern eher mittelgroße Banken (siehe Anhang 1).
- Eine weitere Finanzinnovation, die grundsätzlich nützlich sein könnte, aber denkbar schlecht in den OECD-Finanzmärkten organisiert war, betraf Credit Default Swaps (CDS), die eine Kreditversicherung darstellten. Banken konnten sich gegen Kreditrisiken damit offenbar absichern; diese CDS-Papiere wurden häufig im Markt weiterverkauft – z.T. gemischt als intransparentes Produkt mit ABS-Papieren. Die Finanzmarktaufseher versagten in den OECD-Ländern insoweit, als sie keine zentrale Clearing-Stelle (eine Art digitale globale Signierstelle) verlangten, sondern zusahen, wie der CDS-Markt als völlig

intransparenter Over-the-counter-Markt mit gigantischen Summen expandierte; 2007 erreichte das Marktvolumen die Höhe des Weltnationaleinkommens. Als dann einzelne Banken in den USA und der EU in 2007/08 in Konkurs gingen, musste man nach den betroffenen CDS-Haltern erst mühsam suchen, und oftmals stellte man fest, dass wackelige Hedge Fonds, mit großen Kredithebeln finanziert, CDS-Halter waren – je größer aber das Counter-party-Risiko, desto stärker mussten die vermeintlich abgesicherten Kreditportfolio-Positionen bei bestimmten Banken abgeschrieben werden oder eben als schwer zu bewerten bzw. toxisch gelten (die EU verfügte erst in 2009 die Einrichtung einer CDS-Clearing-Stelle). Ein besonderes Problem stellte der US-Versicherer AIG dar, der ohne solide Strategie massiv im CDS-Markt expandiert war und im September 2008 – nach dem Konkurs von Lehman Brothers – teilverstaatlicht wurde.

- Mit dem Absturz der Aktienkurse von Großbanken in 2008 in den USA, Großbritannien, Schweiz, Frankreich, Benelux-Länder und Deutschland – Banken mussten riesige Abschreibungen bzw. Verluste hinnehmen – begann der allgemeine Absturz wichtiger Aktienbörsen in den USA und Europa bzw. weltweit. Damit wiederum verschlechterten sich die Finanzierungsbedingungen von börsennotierten Großunternehmen, und zudem drohte die Konsumnachfrage wegen Vermögensverlusten des privaten Sektors zurückzugehen. Da regulatorisch von den Basel-I/II-Regeln 8% Eigenkapitalquote als Minimum für die Banken vorgeschrieben war, bedeuteten Verluste bei Banken ein Sinken des Eigenkapitals im Bankensektor und mithin verschlechterte Aussichten für eine Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte: Ein negativer Multiplikator- und Akzeleratorprozess drohte, der die Realwirtschaft deutlich negativ beeinflussen musste. Auch ohne akute Kreditklemme gingen die Investitionen in vielen OECD-Ländern in 2008/09 zurück, denn die Furcht vor einer drohenden Kreditklemme und das grundlegende Überlebensmotiv der Unternehmen in einer hochgradig nervösen Finanzwelt sorgte für reduzierte Investitionen in vielen Industrie- und Schwellenländern: mit besonders negativem Effekt für die deutsche Wirtschaft (Schrumpfungsrates 2009 etwa -6%), in der der Maschinenbausektor in Produktion und Export gewichtig ist.

Es stellt sich damit die Frage, wie man die Bankenkrise überwinden und künftigen globalen Fehlentwicklungen vorbeugen kann.

4. Reformoptionen zur Überwindung der Bankenkrise

Die internationale Bankenkrise kann nur überwunden werden, wenn man ursachenadäquate Reformmaßnahmen ergreift und auch institutionell für klare Verantwortlichkeiten sorgt. Hier ist Deutschland ein Negativ-Beispiel, da nicht nur die Banken- bzw. Finanzmarktaufsicht BaFin sichtbar bei den Fällen IKB Deutsche Industriebank und bei der SachsenLB versagte, sondern dessen Präsident Sanio nicht einmal abberufen wurde – trotz seines sonderbaren Vorwortes im BaFin-Jahresbericht 2008, in dem er Schwarz auf Weiß erklärte, dass seine Behörde von den Entwicklungen in den US-Finanzmärkten

überrascht worden sei. Wie man Bankenaufsicht in Deutschland betreiben will, ohne von allgemein seit Ende 2005 bekannten Fehlentwicklungen im größten Kapitalmarkt der Welt zu wissen, bleibt ein Geheimnis der BaFin, die bezeichnenderweise ohne wissenschaftlichen Beirat arbeitet.

Auf dem Londoner G20-Gipfel ist am 2.4.2009 der Konsens für einen Katalog von Reformen verabschiedet worden, wobei es unter Einbeziehung des Washingtoner G20-Gipfels vom November 2008 um fast 50 Einzelmaßnahmen geht. Dabei wird allgemein die Sicht vertreten, dass eine Regulierung aller Finanzprodukte und Finanzakteure notwendig sei. Mit Blick auf die finanzmarkttypischen Probleme – asymmetrische Information und Moral Hazard – kann man zwar für eine allgemeine Banken- bzw. Finanzmarktregulierung eintreten, jedoch kann bei funktionierendem Wettbewerb jenseits einer konsistenten Rahmenordnung auf Regulierung weitgehend verzichtet werden. Allerdings, der Wettbewerb funktioniert in großen Teilen des Bankensystems der USA, Großbritanniens und der Eurozone nicht. Hier wäre im Interesse einer nachhaltigen Wiederherstellung des Wettbewerbs zunächst an Entflechtungen von Großbanken zu denken, wobei der Staat nach den erfolgten Teilverstaatlichungen in den USA, Großbritannien und einigen EU-Ländern hierzu auch die Möglichkeit hat. Faktisch wird hiervon aber kaum Gebrauch gemacht; nur die Europäische Kommission erzwingt letztlich über die Beihilfen-Aufsicht, dass EU-Großbanken, die staatliches Rettungskapital bzw. Staatsgarantien akzeptieren, immerhin eine Reduzierung der Bilanzsumme vornehmen müssen.

Die Herausbildung eines vernünftigen Innovationssystems im Banken- bzw. Finanzsektor ist eine wirtschaftspolitisch wichtige Herausforderung, der man sich bislang in den OECD-Ländern kaum gestellt hat. Wenn Großbanker auch zu Beginn des 21. Jahrhunderts gern von Financial Engineering sprachen, so ist in diesem Kontext dennoch auffällig, dass Banken und Kreditversicherer weder transparente Standardisierungsverfahren noch nachvollziehbare Testverfahren für Finanzprodukte entwickelt haben. Hier ist offenbar der Staat gefordert bzw. eine Zusammenarbeit von OECD-Ländern (und darüber hinaus). Die Neigung der Politik, diese Thematik anzugehen, ist allerdings erkennbar schwach. Absolut inakzeptabel ist es, dass IWF-Länder sich dem Financial Sector Assessment Program (FSAP) mehrjährig entziehen können: Das bis Jahresmitte 2009 seit Jahren für die USA überfällig FSAP zeigt, wie wenig Transparenz hier letztlich mit einem vom IWF doch im Anschluss an die Asien-Krise selbst geschaffenen Instrumentarium aufgebaut worden ist; die Bush-Administration konnte durchsetzen, dass FSAP für die USA erst nach dem Ende der Amtszeit von Präsident Bush veröffentlicht werden sollte. Der IWF nimmt daher sein statutenmäßig gefordertes Monitoring der Wirtschaftspolitik der Mitgliedsländer nicht wirklich ernst.

Eine Reihe von notwendigen Reformmaßnahmen ist in der Literatur vorgeschlagen worden (siehe u.a. DE LAROSIÈRE et al. 2008, WELFENS, 2009; 2009a). Zu den wichtigsten Reformmaßnahmen zählen insbesondere (WELFENS, 2009a):

- Entflechtung von Großbanken einerseits und staatlich geförderte Neugründungen von Banken andererseits; letzteres ist bislang in den OECD-Ländern zu wenig als Politikoption betrachtet worden bzw. zu viele Staatsgelder sind in marode Banken eingeschossen worden.

- Einführung zweistufiger Bankenaufsichtssysteme in der EU, wobei man dem Beispiel der Telekomregulierung institutionell folgen könnte: Bei Großbanken – für die ein Too big to fail-Problem gilt – ist eine konsistente länderübergreifende Regulierung unerlässlich. Die Arbeit der Ratingagenturen sollte künftig global nur noch zweistufig erfolgen bzw. Rating sollte als öffentliches Gut organisiert sein, wobei alle Wertpapieremittenten nach Marktanteil in einen Finanzierungspool einzahlen; aus diesem wird dann via Ausschreibungsverfahren das Rating für einzelne Emissionen ermittelt, wobei Rating-Agenturen hohen Standards genügen müssen. Durch dieses zweistufige Bezahlverfahren für Ratings wird der bisherige Interessenkonflikt vermieden, wonach das an Wertpapieremissionen interessierte Unternehmen indirekt einen Druck in Richtung zu gute Ratings ausübt. Wirtschaftsprüfungsgesellschaften müssten in Größe und nachgewiesener Qualität den Kunden entsprechen – einen Betrugsfall Madoff (wie in New York, wo der Betrüger Madoff sich von einer korrupten 3-Personen Wirtschaftsprüfungsfirma kontrollieren ließ) wird es dann kaum noch geben können.
- Überzogene kurzfristige Anspruchsrenditen von Banken sind unakzeptabel, zumal wenn hohen Eigenkapitalrenditen hohe „Verlustrenditen“ folgen. Anreize für Nachhaltigkeit im Bankensektor bzw. eine stärker längerfristige Orientierung der Bankmanager ist erstrebenswert, und zwar durch Einführung einer Volatilitätssteuer bei der Eigenkapitalrendite von Banken (und anderen Finanzmarktanbietern): Eine „natürliche Eigenkapitalrendite-Schwankung“ kann steuerfrei bleiben, ansonsten sollte eine hohe Rendite-Schwankung mit einer Zusatzbesteuerung einhergehen. Banken werden also nicht nur nach dem Gewinn, sondern auch nach der Renditevolatilität (Volatilität) besteuert, was Anreize gibt, über erzielbare realistische längerfristige Eigenkapitalrenditen nachzudenken. Reduzierte Varianz der – dann im Zeitablauf stabileren – Eigenkapitalrendite der Banken insgesamt bedeutet, dass der Bankensektor und damit auch die Volkswirtschaft insgesamt in der Wirtschaftsentwicklung dann stabiler sind. Die vorgeschlagene Varianzsteuer – technisch sollte sie an einer mehrjährigen Varianz ansetzen, um längerfristige Orientierung gewissermaßen doppelt zu fördern – reduziert die Wahrscheinlichkeit, dass einzelne Banken auf der Jagd nach kurzfristig hohen Renditen übermäßige Risiken eingehen und damit auch das Bankensystem destabilisieren, also negative externe Effekte erzeugen. Möglicherweise kann im Interesse der Verhinderung einer prozyklischen Steuerwirkung in Rezessionsphasen die Volatilitätssteuer für maximal zwei Jahre ausgesetzt werden. Für das deutsche Steuersystem ist eine Volatilitätssteuer eine Innovation, der sich die Traditionalisten im Politikbetrieb wohl widersetzen werden. Es ist durchaus vorstellbar, dass eine Volatilitätssteuer in anderen OECD-Ländern eingeführt wird, denn sie setzt sinnvolle Anreize und erlaubt zugleich, auf staatliche effizienz- bzw. innovationsfeindliche Mikrointerventionen – etwa in Gehaltsstrukturen bei Banken – zu verzichten.

Eine Besteuerung der Varianz der Eigenkapitalrentabilität der Banken ist keineswegs notwendigerweise mit einer größeren Steuerlast des Bankensektors verbunden, denn eine Anrechnung der Volatilitätssteuer bei der eigentlichen Gewinnbesteuerung ist denkbar. Im Übrigen wird der Bankensektor selbst von einem induzierten Mehr an Stabilität des

Bankensektors und der langfristigen Wirtschaftsentwicklung profitieren. Wenn man die folgende Tabelle mit Zahlen für die drei Säulen des deutschen Bankensystems betrachtet, dann fällt zunächst auf, dass die Varianz der Eigenkapitalrendite bei den Privatbanken am größten ist. Hier kann man vermuten, dass in einigen Jahren auf der Jagd nach hohen Renditen ein Übermaß an Risiken eingegangen wurde, die zu einer JoJo-Entwicklung bzw. hoher Varianz der Renditen geführt haben.

Tabelle 1: Eigenkapitalrentabilität (1) nach wichtigen Bankengruppen in Deutschland (2)

Zeitraum	Kreditbanken (3)			Landesbanken	Sparkassen	Genossenschaftliche Zentralbanken	Kreditgenossenschaften
	insgesamt	darunter					
		Großbanken	Regionalbanken und sonstige Kreditbanken				
I Säule				II Säule		III Säule	
1994	10,93	12,48	10,08	7,84	19,21	15,16	17,38
1995	10,31	10,18	10,68	8,87	22,58	12,98	19,48
1996	10,77	11,79	10,15	8,66	21,38	14,8	17,72
1997	9,68	7,38	11,52	10,9	19,37	12	14,94
1998	27,36	39,51	16,75	11,69	17,82	28,57	12,84
1999	9,69	6,23	16,51	10,61	15,18	5,74	10,7
2000	8,19	6,34	11,58	8,14	13,39	12,95	8,59
2001	4,74	4,96	4,13	4,78	9,16	4,43	7,46
2002	0,97	-3,14	8,99	2,8	8,15	4,56	9,68
2003	-6,24	-12,85	4,53	-4,25	10,89	0,66	10,64
2004	-0,42	-3,97	5,66	1,07	9,72	2,91	10,32
2005	21,82	31,72	8,63	6,44	10,45	5,25	13,79
2006	11,24	14,01	7,01	11,4	8,95	4,49	10,93
1994- 1999	13,12	14,6	12,61	9,76	19,25	14,88	15,51
2000- 2006	5,76	5,3	7,22	4,34	10,1	5,04	10,2
Varianz	76,66	192,97	15,60	21,85	26,90	56,91	14,15

1) Jahresüberschuss vor Steuern in vH des durchschnittlichen bilanziellen Eigenkapitals (einschließlich Fonds für allgemeine Bankrisiken, jedoch ohne Genussrechtskapital). – 2) Alle berichtenden Kreditinstitute, die unter die MFI-Definition der EZB fallen und Universalbanken sind. – 3) Großbanken, Regionalbanken und sonstige Kreditbanken sowie Zweigstellen ausländischer Banken.

Quelle: SVR (2008), S. 104, eigene Berechnungen zur Varianz

Die aufgeführten Varianzen (V) bzw. Ist-Varianzen wären natürlich im Fall einer Varianzbesteuerung tendenziell geringer, so dass man nachfolgend V^c als steuerbedingt verminderte Varianz betrachten kann, wobei eine Elastizität von minus 1 (Erhöhung des Steuersatzes um ein Prozent, führt zu einem Rückgang der Varianz um ein Prozent) und alternativ ein Volatilitätssteuersatz von 20% (b) bzw. 40% (a) unterstellt wurde; zudem wird hier eine „natürliche“, normale Varianz V^{nat} unbesteuert gelassen, was (mit T für Steuerschuld, τ Körperschaftssteuersatz, Π für Gewinn, τ^V für Varianzsteuersatz, $V^c := V^c - V^{nat}$) zu der folgenden Steuerformel für eine Bank j (der Index j wird nachfolgend unterdrückt) führt:

$$T = \tau\Pi + \tau^V [V^c \ln \Pi]; \text{ Grenzsteuersatz } dT/d\Pi \text{ geht gegen } \tau \text{ für } \Pi \rightarrow \infty$$

Wenn eine Bank eine normale Volatilität realisiert, also $V^c = 0$, dann ist nur die übliche Körperschaftsteuerbelastung fällig; aus technischen Gründen beginnt die Varianzbesteuerung erst ab einem Gewinn von einer Währungseinheit (hypothetische Tab. zu V, V^c : Anhang 3). Politisch brisant kann die Definition von V^c sein, da Lobbying dazu

fürten dürfte, dass die Banken letztlich eine unangemessen hohe natürliche Varianz bzw. Volatilität in die Gesetzesformulierung einfließen lassen. Indirekt ist auch der Gewinn über $\ln II$ ein Anknüpfungspunkt der Varianzsteuer, denn einerseits soll ein aus unerwünscht hoher Varianz herrührender Übergewinn teilweise wegbesteuert werden, andererseits ist die Varianz als dimensionslose Größe nicht direkt als Steuerbasis geeignet. Da hier der natürliche Logarithmus in der Steuerformel verwendet wurde, wird dem Expansionsstreben der Banken keine unbillige Begrenzung auferlegt.

Es ist nicht zu übersehen, dass die strukturellen Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft problematisch sind, wobei große Leistungsbilanzungleichgewichte – etwa das Defizit der USA und auch der Überschuss Chinas und Japans – eine Rolle spielen. Was die Anpassungsmechanismen angeht, so kann man von Veränderungen des realen Wechselkurses kaum einen wirksamen Impuls erwarten, zumal in einer Weltwirtschaft mit Direktinvestitionen aus theoretischer Sicht eine modifizierte Marshall-Lerner-Bedingung relevant ist, die deutlich über die Erfordernisse dieser Bedingung hinausgeht (WELFENS, 2009b). Eine gewisse Anpassung des US-Leistungsbilanzdefizites ergibt sich wohl mittelfristig im Zuge einer erhöhten Sparquote; hier wirkt das Sinken des Nettovermögens des privaten Sektors in 2008/09, aber auch der Druck des US-Bankensystems, das Kreditkarten einseitig gekündigt hat und insgesamt weniger Kredite – relativ zum Bruttoinlandsprodukt – nach der Krise vergibt. Eine wichtige Frage ist auch, inwieweit sich in der Weltwirtschaft ein temporärer Deflationsdruck ausgedeutet, wobei mittelfristig tatsächlich mit Deflationsproblemen in den OECD-Ländern zu rechnen ist; erst langfristig drohen Inflationsprobleme, vor allem wohl in den USA wegen massiv erhöhter Staatsschuldenquote.

Für eine Reihe von Jahren ist mit einer gebremsten Globalisierungsdynamik zu rechnen. Nicht nur die Finanzglobalisierung ist abgebremst bzw. wird faktisch zurückgeführt, da im Zuge der Überlebensstrategien vieler Banken Auslandsfilialen geschlossen worden sind. Zudem ist die Weltrezession mit erheblichem Protektionismusdruck verbunden, wie die WTO bereits Mitte 2009 festgestellt hat. Es könnte auch zu einer verminderten internationalen realwirtschaftlichen Konvergenz kommen, wozu die Aufweichung des Freihandels ebenso beitragen dürfte wie einige andere Mechanismen – im Kontext der Finanzkrise ist hierbei zu erwarten, dass armen Ländern der Zugang zu Krediten zunehmend erschwert wird bzw. dass die Risikoprämien bei Entwicklungs- und Schwellenländern überproportional stark steigen werden. Erheblicher Forschungsbedarf besteht mit Blick auf die jungen Finanzmärkte in den EU-Beitrittsländern bzw. die Rolle der Finanzmarktintegration in Osteuropa (KEIM, 2009; KUTLINA, 2009). Die Beitrittsländer haben bei der Privatisierung des Bankensektors stark auf Direktinvestoren gesetzt, die neben technischer Expertise und Kapital (im engeren Sinne) auch Vertrauenskapital für die Finanzmärkte mitbrachten. Ökonomisch messbar ist dieses Vertrauenskapital in Beitrittsländern nur mit großen Schwierigkeiten – etwa durch Umfragen bei Bankkunden und Finanzmarktakteuren; aus theoretischer Sicht lässt sich jedoch in den Quellenländern der Direktinvestoren im Bankenbereich ein Teil des Goodwills als Ausdruck des Vertrauenskapitals einordnen bzw. mit geeigneten Methoden quantifizieren. Das Vertrauen in Bankenmärkte bzw. eine Währung ergibt sich aber nicht nur durch das Zusammenspiel der privaten Finanzmarktakteure, sondern auch aus dem Handeln des Staates bzw. der Notenbank. So kann z.B. regelgebundene Geldpolitik bzw.

Regeln für die Fiskalpolitik dazu beitragen, das Vertrauen des privaten Sektors – insbesondere in- und ausländische Investoren – in die Wirtschaftspolitik stärken; dies wiederum kann die Stabilität der Finanzmärkte erhöhen. Hier wird es im Kontext der Bankenkrise auch um Fragen wie die Umsetzbarkeit des Stabilitäts- und Wachstumspaktes sowie Störimpulse beim ökonomischen Konvergenzprozess gehen: Dabei sind die Baltischen Länder in besondere Probleme geraten, die ohne massive Währungsabwertungen kaum zu überwinden sein werden. Die Bankenkrise unterminiert die politische, ökonomische und soziale Stabilität in vielen Ländern. Der Preis für internationales ordnungspolitisches Versagen ist hoch. Eine nachhaltige Finanzglobalisierung bzw. überhaupt wohlstandssteigernde Globalisierung ist ohne die vorgeschlagenen Reformmaßnahmen in Deutschland bzw. der EU und den USA nicht zu erwarten. Jenseits aller globalen Reformdiskussionen hat jedes Land es durch die Steuerpolitik selbst in der Hand, Reformen durchzuführen, insbesondere eben eine Volatilitätssteuer bei der Eigenkapitalrendite von Banken umzusetzen, die zu mehr langfristiger Orientierung des Bankenmanagements und damit zu mehr Stabilität des Finanzsektors und der Gesamtwirtschaft beitragen kann. Soziale Marktwirtschaft bleibt trotz der Bankenkrise ordnungspolitisch eine überlegene Institution, aber Reformen sind unerlässlich. Hierzu gehört auch die national und international regulatorisch verstärkte Erfassung der bisherigen außerbilanziellen Schattenbankaktivitäten.

Hemmnisse für ordnungspolitische Reformen

Ordnungs- bzw. institutionenökonomische Ansätze spielen in den Ländern eine Rolle, in denen es entsprechende Traditionen in der ökonomischen Forschung und Lehre gibt und wo Regierungen solche Ansätze in bestimmten Ministerien oder insgesamt aufgreifen. Adam Smith beriet die englische Regierung zeitweise, Milton Friedman die Thatcher-Regierung und die Ideen von Walter Eucken bzw. des Ordoliberalismus wurden von Ludwig Erhard und verschiedenen Staatssekretären im Wirtschaftsministerium – auch unter den Nachfolgern Erhards – systematisch aufgegriffen. Auch in den traditionell liberalen Ländern Niederlande und Schweiz gibt es eine langfristige ordnungsökonomische wissenschaftliche Analyse. Ein gewisses Problem ergibt sich durch die Internationalisierung bzw. Globalisierung der Wirtschaft, die eine wachsende Rolle internationaler Organisationen gebracht hat. Diese sind relativ amorph in ihrer ordnungspolitischen Orientierung, zumal der sogenannte Washington Consensus im Zuge der Transatlantischen Bankenkrise zerfallen ist. Die USA selbst haben hierzu beigetragen, da sie unter Präsident Bush Jr. die Publikation eines eigentlich seit Jahren vorgesehenen Financial Sector Assessment Programmes – ein nach der Asienkrise eingeführtes Instrument zur Überwachung der Wirtschaftspolitik gerade im Finanzsektor – auf Sommer 2009 hinausgezögert hat. Es trägt nicht zur internationalen Glaubwürdigkeit der USA bzw. des IMF bei, wenn die USA sich standardmäßigen Analyseprogrammen mit diversen Begründungen zu entziehen suchen bzw. wenn eine globale Organisation wie der IMF, eigentlich statutenmäßig zur surveillance – der kritischen Beobachtung der Wirtschaftspolitik der Mitgliedsländer – verpflichtet, seine Hausaufgaben nicht wirklich erfüllt. Sollte nun durch den Übergang internationaler wirtschaftspolitischer Führungsaktivitäten von der G7-Gruppe auf eine G20-Gruppe im Zuge der Transatlantischen Bankenkrise auch die internationale Führung der Weltwirtschaft erschwert werden, dann droht auch die ordnungspolitische marktwirtschaftliche

Orientierung der globalen Organisationen unter Druck zu geraten. In der G20-Gruppe spielen China bzw. die BRIC-Länder eine erhebliche Rolle und man kann zumindest einstweilen nicht erkennen, dass etwa China und Russland Länder mit ausgesprochen marktwirtschaftlicher Orientierung haben. Bei Russland wirft schon die immer noch fehlende Mitgliedschaft in der Welthandelsorganisation kritische Fragen zum ordnungspolitischen Leitbild auf; die explizite nachhaltige Hinwendung zum Freihandel ist unabdingbar für eine positive ordnungspolitische Mitwirkung einer relativ großen Handelsmacht. Die BRIC-Länder stehen auf den Übersichten von Transparency International zudem seit mehreren Jahren auf hinteren Rängen, was ein Indiz für eine durch Korruption erfolgende Überformung der Wirtschaftsordnung ist. Damit werden marktwirtschaftliche Grundsätze in der offiziellen Wirtschaft geschwächt.

Es gibt also durchaus erhebliche Probleme bei ordnungspolitisch wünschenswerten Reformen zur Überwindung der transatlantischen Bankenkrise. Hier wäre seitens der EU darauf zu achten, dass die EU-Mitgliedsländer ihrerseits bei ordnungspolitisch sensiblen Indikatoren gute Plätze bei internationalen Rankings belegen; zudem ist bei allen G20-Ländern auf die entsprechenden Indikatoren bzw. deren Entwicklung im Zeitablauf zu achten.

Das ordnungspolitische Denken ist in der Wirtschaftspolitik der Bundesrepublik Deutschland seit der deutschen Wiedervereinigung auf dem Rückzug, da man die Wiedervereinigung vor allem pragmatisch-politisch gestaltete; zugleich hat das im Zeitablauf zunehmende Gewicht der supranationalen bzw. globalen Politikebene einen insgesamt sinkenden Einfluss der Bundesrepublik Deutschland bei der Gestaltung der internationalen Rahmenordnung zur Folge gehabt. Die Bundesrepublik Deutschland und wichtige politische Verbündete in der EU bzw. die EU als Ganzes sind kaum in einer Position, dass sie auf globaler Politikebene durch eigenen Machteinfluss klare ordnungspolitische Positionen beziehen und durchsetzen könnten. Das Schweigen der Bundesrepublik Deutschlands und der EU-Partnerländer in Sachen Hinausschieben des vom IWF zu erstellenden FSAP für die USA ist nur ein Indiz, wie wenig man Fragen der Berichterstattung zu wichtigen Teilordnungen der IWF-Mitglieder für wirklich wichtig ansieht. Letztlich ist auch offensichtlich, dass ein IWF-seitiges diskriminierendes Vorgehen beim Politik-Monitoring marktwirtschaftliche Grundsätze in der Weltwirtschaft nicht wirklich stärkt. Zu guter Letzt sei hier angemerkt, dass die Finanzpolitik in Deutschland in der Dekade nach 1999 zunehmend die Neigung hat, einer Diskussion über ordnungspolitisch relevante Fragen der Bankenaufsicht auszuweichen (das Finanzministerium hat die Rechts- und Fachaufsicht über die BaFin). Vielmehr sucht man unter Hinweis auf EU-Zuständigkeiten bzw. eine notwendige Abstimmungsarbeit auf EU-Ebene eine breite Diskussion zu verhindern – dies war im Vorfeld der transatlantischen Bankenkrise und erst recht in der Bankenkrise in Deutschland zu beobachten. Fragen der Bankenaufsicht sind von der Politik weitgehend in ein wirtschaftspolitisches Niemandsland verdrängt worden, da man auf der nationalen Politikebene unter Hinweis auf vermeintliche internationale Zuständigkeiten – sie bestehen in Wahrheit mit Ausnahme einiger Abstimmungsprozesse bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich nicht – Debatten abwiegeln kann. Auf der EU-Ebene wird nicht wirklich eine öffentliche Debatte um die Bankenaufsicht geführt, da hier die Diskussion vor allem in Expertengruppen

abgeschoben worden ist. Zudem ist das öffentliche Interesse bei EU-Fragen ohnehin relativ schwach, wie die seit Jahrzehnten sinkende Wahlbeteiligung zeigt.

Am Ende bleibt festzustellen, dass der Staat vernünftigerweise auf nationaler Ebene mögliche Reformschritte zur Gesundung des Finanzsektors selbst ergreifen sollte – hierzu gehört die hier vorgeschlagene Politikinnovation einer Varianzsteuer, die den Anreiz zu mehr langfristigen Entscheidungen von Banken bzw. Bankmanagern stärken soll und zugleich eine Art Abwehrmaßnahme gegen den ausufernden Interventionismus vieler Politiker ist, die staatliche Eingriffe bis hinein in Entlohnungsstrukturen favorisieren. Auf EU-Ebene und auf globaler Ebene ist eine verstärkte ordnungspolitische Debatte notwendig. Hierzu gehört im Bereich der Bankenaufsicht auch eine Fülle von Argumenten, die für ein Mehr an EU-basierter Bankenaufsicht sprechen (WOLF, 2007); allerdings gilt es hierbei einen vernünftigen Mix zwischen nationaler Bankenaufsicht und supranationaler Aufsicht zu entwickeln. Denkbar sind etwa ähnliche Modelle, wie sie im Bereich der Telekomregulierung seit der EU-Marktliberalisierung seit 1998 entwickelt wurden: mit einem Zusammenspiel von supranationaler Rahmenregulierung und nationalen Regulierungen.

Schließlich ist auch zu betonen, dass die Priorität bei der Überwindung der Bankenkrise zunächst bei der Schaffung von mehr nachhaltigem Wettbewerb sein sollte. Gelingt es, mehr Wettbewerb im Bankensektor zu schaffen – ggf. auch durch Entflechtung –, kann man auf Regulierung von Banken weitgehend verzichten. Im Übrigen ist die oft geäußerte Vermutung nicht richtig, dass die US-Großbanken die höchsten Kapitalrenditen verzeichneten, so dass bei einer Entflechtungspolitik kritische Größenvorteile von Großbanken verloren zu gehen drohten.

Wo Wettbewerb nicht funktionsfähig ist, wird man auf verstärkte Bankenregulierung in den OECD-Ländern zurückgreifen müssen. Diese Quasi-Wettbewerbsersatzpolitik ist natürlich mit sozialen Kosten verbunden und wird auch zu Ausweichreaktionen der regulierten Marktakteure führen – das wiederum führt zurück zu der Grundüberlegung, dass eine langfristige Stärkung des weltweiten Wettbewerbs im Bankensektor wünschenswert ist. In den USA hat man gelegentlich von Staats- bzw. Justizseite Entflechtungen – etwa im Fall AT&T im Kontext mit einer Antitrust-Klage – angestoßen. Aber in der EU hat man bislang kaum je Entflechtungen realisiert. Hier sind die EU und ihrer Mitgliedsländer gefordert, ggf. Neuland zu beschreiten.

Anhang 1: Rolle der Bankengröße für die Kapitalrentabilität in den USA

Tabelle 2: Renditen im US-Bankensystem nach Größenklassen der Banken

Institutions/ Asset Size	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009*
Greater than \$ 10 Billion	76 1.28	82 1.16	80 1.13	106 1.31	110 1.42	117 1.28	118 1.30	119 1.32	119 0.82	114 0.13	104 1.12 (1.22)
\$ 1 billion to \$ 10 Billion	318 1.49	313 1.29	320 1.31	450 1.45	471 1.42	480 1.44	512 1.28	530 1.22	549 0.99	562 -0.15	451 1.17 (1.32)
\$ 100 million to \$ 1 Billion	3029 1.36	3078 1.28	3194 1.20	4118 1.17	4211 1.18	4285 1.19	4339 1.24	4399 1.17	4425 0.99	4498 0.33	3958 1.11 (1.06)
Less than \$ 100 mil.	5157 1.01	4842 1.01	4486 0.91	4680 1.00	4390 0.95	4093 1.01	3863 1.00	3633 0.93	3440 0.75	3131 0.31	4171 0.88 (0.95)
Total/ weighted Average	8580 1.27	8315 1.19	8080 1.16	9354 1.31	9182 1.38	8975 1.29	8832 1.28	8681 1.28	8533 0.86	8305 0.12	

Quelle: FDIC Quarterly Banking Profile, Table III-A December 31. 1999-2008,
<http://www2.fdic.gov/qbp/1999dec/qbp.pdf> bis <http://www2.fdic.gov/qbp/12008dec/qbp.pdf>
 * Zahlen in Klammern ohne 2008

Anhang 2: Staatliche Interventionen (kumuliert) und ihre fiskalische Wirkung in den Ländern des Euro-Währungsgebietes

Tabelle 3: Staatliche Interventionen (kumuliert) und ihre fiskalische Wirkung in den Ländern des Euro-Währungsgebietes

	Art der Intervention						Fiskalische Wirkung			
	Garantien und Bürgschaften	Kapitalzuführungen		Erwerb von Vermögenswerten	Swaps/Leihe von Vermögenswerten	Übernahme/ Erlass von Schulden	Andere	Öffentlicher Schuldenstand	Eventualverbindlichkeiten des Staates	
		Aktienkäufe	Kredite						Tatsächlich eingegangen	Rahmen
		4,0		0,0				7,4		
Belgien	21,0	1,3	2,1	1,7	0,0	0,0	0,0	2,9	21,0	34,6
Deutschland	6,3	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,2	6,3	18,7
Irland	214,8	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	214,8	242,0
Griechenland	0,6	0,0	0,0	1,8	1,8	0,0	0,0	1,8	0,6	6,1
Spanien	3,1	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,8	3,1	18,9
Frankreich	1,1	0,0	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1	16,8
Italien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Zypern	0,0	8,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,3	0,0	-
Luxemburg	12,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,8	-
Malta	0,0	6,5	0,0	3,9	0,0	0,0	0,0	18,2	0,0	-
Niederlande	5,0	1,7	7,6	0,0	0,0	0,0	0,2	1,7	5,0	35,0
Österreich	6,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,6	27,8
Portugal	3,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,6	3,8	12,4
Slowenien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,6	0,0	0,0	33,2
Slowakei	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Finnland	0,1		0,0		0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	28,1
Euro Währungsgebiet	7,5	1,3	1,1	0,9	0,0	0,0	0,0	3,3	7,5	19,9

Angaben: 2008-09; in % des BIP des Jahres 2009

Quelle: EZB (2009), Monatsbericht Juli, S. 77

Anmerkung: Daten per Mitte Mai 2009. Ohne Garantien für Spareinlagen

Anhang 3: Eigenkapitalrenditen (1) des Bankensektors in Deutschland (2)

Tabelle 4: Eigenkapitalrenditen (1) des Bankensektors in Deutschland (2) – Gleitende Vierjahresvarianz V und hypothetische Varianz V' (angenommener Steuersatz ist 40%), Elastizität V in Bezug auf $\tau^V = -1$

Zeitraum	Varianz V							Varianz V' (a)						
	Kreditbanken (3)			Landesbanken	Sparkassen	Genossenschaftl. Zentralbanken	Kreditgenossenschaften	Kreditbanken (3)			Landesbanken	Sparkassen	Genossenschaftliche Zentralbanken	Kreditgenossenschaften
	Gesamt	Darunter						Gesamt	darunter					
		Großbanken	Regionalbanken u. sonst. Kreditbanken						Großbanken	Regionalbanken u. sonst. Kreditbanken				
I Säule	II Säule		III Säule		I Säule	II Säule		III Säule						
1994-1997	0,24	3,85	0,33	1,27	1,99	1,69	2,62	0,14	2,31	0,20	0,76	1,20	1,01	1,57
1995-1998	55,02	168,18	6,91	1,68	3,34	44,96	6,48	33,01	100,91	4,15	1,01	2,01	26,98	3,89
1996-1999	56,40	185,00	8,64	1,24	5,13	69,66	6,74	33,84	111,00	5,18	0,75	3,08	41,79	4,04
1997-2000	62,30	202,66	6,46	1,76	5,34	70,74	5,61	37,38	121,60	3,88	1,06	3,21	42,44	3,37
1998-2001	76,88	212,81	26,20	7,06	9,93	92,14	4,24	46,13	127,69	15,72	4,23	5,96	55,28	2,54
1999-2002	11,31	15,43	20,00	9,05	8,45	12,38	1,46	6,79	9,26	12,00	5,43	5,07	7,43	0,88
2000-2003	28,69	58,57	9,72	20,53	3,95	20,22	1,41	17,21	35,14	5,83	12,32	2,37	12,13	0,85
2001-2004	15,57	39,77	3,65	11,26	0,98	2,47	1,54	9,34	23,86	2,19	6,76	0,59	1,48	0,92
2002-2005	112,78	290,58	3,63	14,84	1,08	3,13	2,52	67,67	174,35	2,18	8,90	0,65	1,88	1,51
2003-2006	116,83	293,59	2,34	34,23	0,54	3,08	1,92	70,10	176,16	1,41	20,54	0,33	1,85	1,15
1994-2006	76,66	192,97	15,6	21,85	26,9	56,91	14,15	46,00	115,78	9,36	13,11	16,14	34,15	8,49

1) Jahresüberschuss vor Steuern in vH des durchschnittlichen bilanziellen Eigenkapitals (einschließlich Fonds für allgemeine Bankrisiken, jedoch ohne Genussrechtskapital).– 2) Alle berichtenden Kreditinstitute, die unter die MFI-Definition der EZB fallen und Universalbanken sind.– 3) Großbanken, Regionalbanken und sonstige Kreditbanken sowie Zweigstellen ausländischer Banken.

Quelle: SVR (2008), S. 104, EIIW-Berechnungen zur Varianz

Literatur:

- BUGHIN, J.; MONFORT, P. (1993), Exchange rate pass-through under capacity constraints (with an application to Belgian manufacturing, *Centre d'Économie Mathématique et d'Économetrie, Discussion paper ser.* 93-108, Free University of Brussels.
- BUGHIN, J.R.J. (1996), Exchange Rates, Pricing-to-Market Strategies, and the Marshall-Lerner Condition, *Review of International Economics*, 4(2), 211-217.
- BUSSIÈRE, M. ; PELTONEN, T. A. (2008), Exchange Rate Pass-Through in the Global Economy: The Role of Emerging Market Economies, *ECB Working Paper 951*, Frankfurt.
- DEMIRDEN, T.; PASTINE, I. (1995), Flexible exchange rates and J-Curves: An alternative approach, *Economic Letters*, 48, 1995, 373-377.
- DORNBUSCH, R. (1987), Exchange Rates and Prices, *American Economic Review*, 27, 107-122.
- DUNNING, J.H. (1977), Trade, Location of Economic Activities and the Multinational Enterprise: A Search for an Eclectic Approach, in: OHLIN, B.; HESSELBORN, P.O.; WIJKMAN, P.M., eds., *The International Allocation of Economic Activity*, London: Macmillan.
- FARUQEE, H. (1998), Methodology for calculating equilibrium exchange rates and question of global consistency, ISARD, P.; FARUQEE, H., eds.: *IMF Occasional Paper 167*, Washington, DC.
- FROOT, K.A.; STEIN, J.C. (1991), Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach, *Quarterly Journal of Economics*, November, 1191-1217.
- GÖRG, H.; HIJZEN, A.; MURAKÖZY, B. (2006), The Productivity Spillover Potential of Foreign-Owned Firms: Firm-Level Evidence for Hungary, *GEP Discussion Paper 2006/08*, University of Nottingham.
- MARSTON, R. (1990), Price behavior in Japanese manufacturing, *Journal of International Economics*, Vol. 29, 217-236.
- McKINNON, R. (2005), Exchange rate or wage changes in international adjustment? Japan and China versus the United States, *International Economics and Economic Policy*, 2, 261-274.
- OBSTFELD, M; ROGOFF K. S. (2005), Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments, *Brookings Papers on Economic Activity*, 36, 67-146.
- ROSE, A. K. (1991), The role of exchange rates in an popular model of international trade, Does the 'Marshall-Lerner' condition hold? , *Journal of International Economic*, 30, 1991, 301-316.
- WELFENS, P.J.J. (2008), *Innovations in Macroeconomics*, 2nd revised and enlarged edition, Heidelberg and New York: Springer; 3rd edition forthcoming in 2009.

EIIW Discussion Papers

ISSN 1430-5445:

Standing orders (usually 13 issues or more p.a.): academic rate 95 Euro p.a.; normal rate 250 Euro p.a.

Single orders: academic rate 10 Euro per copy; normal rate 20 Euro per copy.

Die Zusammenfassungen der Beiträge finden Sie im Internet unter:

The abstracts of the publications can be found in the internet under:

<http://www.euroeiiw.de>

- No. 100 **Gavrilenkov, E.**: Macroeconomic Situation in Russia - Growth, Investment and Capital Flows, October 2002
- No. 101 **Agata, K.**: Internet, Economic Growth and Globalization, November 2002
- No. 102 **Blind, K.; Jungmittag, A.**: Ausländische Direktinvestitionen, Importe und Innovationen im Dienstleistungsgewerbe, February 2003
- No. 103 **Welfens, P.J.J.; Kirn, T.**: Mittelstandsentwicklung, BASEL-II-Kreditmarktprobleme und Kapitalmarktperspektiven, Juli 2003
- No. 104 **Standke, K.-H.**: The Impact of International Organisations on National Science and Technology Policy and on Good Governance, March 2003
- No. 105 **Welfens, P.J.J.**: Exchange Rate Dynamics and Structural Adjustment in Europe, May 2003
- No. 106 **Welfens, P.J.J.; Jungmittag, A.; Kauffmann, A.; Schumann, Ch.**: EU Eastern Enlargement and Structural Change: Specialization Patterns in Accession Countries and Economic Dynamics in the Single Market, May 2003
- No. 107 **Welfens, P.J.J.**: Überwindung der Wirtschaftskrise in der Eurozone: Stabilitäts-, Wachstums- und Strukturpolitik, September 2003
- No. 108 **Welfens, P.J.J.**: Risk Pricing, Investment and Prudential Supervision: A Critical Evaluation of Basel II Rules, September 2003
- No. 109 **Welfens, P.J.J.; Ponder, J.K.**: Digital EU Eastern Enlargement, October 2003
- No. 110 **Addison, J.T.; Teixeira, P.**: What Have We Learned About The Employment Effects of Severance Pay? Further Iterations of Lazear et al., October 2003
- No. 111 **Gavrilenkov, E.**: Diversification of the Russian Economy and Growth, October 2003
- No. 112 **Wiegert, R.**: Russia's Banking System, the Central Bank and the Exchange Rate Regime, November 2003
- No. 113 **Shi, S.**: China's Accession to WTO and its Impacts on Foreign Direct Investment, November 2003

- No. 114 **Welfens, P.J.J.:** The End of the Stability Pact: Arguments for a New Treaty, December 2003
- No. 115 **Addison, J.T.; Teixeira, P.:** The effect of worker representation on employment behaviour in Germany: another case of -2.5%, January 2004
- No. 116 **Borbély, D.:** EU Export Specialization Patterns in Selected Accession Countries, March 2004
- No. 117 **Welfens, P.J.J.:** Auf dem Weg in eine europäische Informations- und Wissensgesellschaft: Probleme, Weichenstellungen, Politikoptionen, Januar 2004
- No. 118 **Markova, E.:** Liberalisation of Telecommunications in Russia, December 2003
- No. 119 **Welfens, P.J.J.; Markova, E.:** Private and Public Financing of Infrastructure: Theory, International Experience and Policy Implications for Russia, February 2004
- No. 120 **Welfens, P.J.J.:** EU Innovation Policy: Analysis and Critique, March 2004
- No. 121 **Jungmittag, A.; Welfens, P.J.J.:** Politikberatung und empirische Wirtschaftsforschung: Entwicklungen, Probleme, Optionen für mehr Rationalität in der Wirtschaftspolitik, März 2004
- No. 122 **Borbély, D.:** Competition among Cohesion and Accession Countries: Comparative Analysis of Specialization within the EU Market, June 2004
- No. 123 **Welfens, P.J.J.:** Digitale Soziale Marktwirtschaft: Probleme und Reformoptionen im Kontext der Expansion der Informations- und Kommunikationstechnologie, Mai 2004
- No. 124 **Welfens, P.J.J.; Kauffmann, A.; Keim, M.:** Liberalization of Electricity Markets in Selected European Countries, July 2004
- No. 125 **Bartelmus, P.:** SEEA Revision: Accounting for Sustainability?, August 2004
- No. 126 **Welfens, P.J.J.; Borbély, D.:** Exchange Rate Developments and Stock Market Dynamics in Transition Countries: Theory and Empirical Analysis, November 2004
- No. 127 **Welfens, P.J.J.:** Innovations in the Digital Economy: Promotion of R&D and Growth in Open Economies, January 2005
- No. 128 **Welfens, P.J.J.:** Savings, Investment and Growth: New Approaches for Macroeconomic Modelling, February 2005
- No. 129 **Pospiezna, P.:** The application of EU Common Trade Policy in new Memberstates after Enlargement – Consequences on Russia’s Trade with Poland, March 2005
- No. 130 **Pospiezna, P.; Welfens, P.J.J.:** Economic Opening up of Russia: Establishment of new EU-RF Trade Relations in View of EU Eastern Enlargement, April 2005
- No. 131 **Welfens, P.J.J.:** Significant Market Power in Telecommunications: Theoretical and Practical Aspects, May 2005
- No. 132 **Welfens, P.J.J.:** A Quasi-Cobb Douglas Production Function with Sectoral Progress: Theory and Application to the New Economy, May 2005
- No. 133 **Jungmittag, A.; Welfens, P.J.J.:** Institutions, Telecommunications Dynamics and Policy Challenges: Theory and Empirical Analysis for Germany, May 2005

- No. 134 **Libman, A.:** Russia's Integration into the World Economy: An Interjurisdictional Competition View, June 2005
- No. 135 **Feiguine, G.:** Beitritt Russlands zur WTO – Probleme und Perspektiven, September 2005
- No. 136 **Welfens, P.J.J.:** Rational Regulatory Policy for the Digital Economy: Theory and EU Policy Options, October 2005
- No. 137 **Welfens, P.J.J.:** Schattenregulierung in der Telekommunikationswirtschaft, November 2005
- No. 138 **Borbély, D.:** Determinants of Trade Specialization in the New EU Member States, November 2005
- No. 139 **Welfens, P.J.J.:** Interdependency of Real Exchange Rate, Trade, Innovation, Structural Change and Growth, December 2005
- No. 140 **Borbély D., Welfens, P.J.J.:** Structural Change, Innovation and Growth in the Context of EU Eastern Enlargement, January 2006
- No. 141 **Schumann, Ch.:** Financing Studies: Financial Support schemes for students in selected countries, January 2006
- No. 142 **Welfens, P.J.J.:** Digitale Innovationen, Neue Märkte und Telekomregulierung, März 2006
- No. 143 **Welfens, P.J.J.:** Information and Communication Technology: Dynamics, Integration and Economic Stability, July 2006
- No. 144 **Welfens, P.J.J.:** Grundlagen rationaler Transportpolitik bei Integration, August 2006
- No. 145 **Jungmittag, A.:** Technological Specialization as a driving Force of Production Specialization, October 2006
- No. 146 **Welfens, P.J.J.:** Rational Regulatory Policy for the Digital Economy: Theory and EU-Policy Options, October 2006
- No. 147 **Welfens, P.J.J.:** Internationalization of EU ICT Industries: The Case of SAP, December 2006
- No. 148 **Welfens, P.J.J.:** Marktwirtschaftliche Perspektiven der Energiepolitik in der EU: Ziele, Probleme, Politikoptionen, Dezember 2006
- No. 149 **Vogelsang, M.:** Trade of IT Services in a Macroeconomic General Equilibrium Model, December 2006
- No. 150 **Cassel, D., Welfens, P.J.J.:** Regional Integration, Institutional Dynamics and International Competitiveness, December 2006
- No. 151 **Welfens, P.J.J., Keim, M.:** Finanzmarktintegration und Wirtschaftsentwicklung im Kontext der EU-Osterweiterung, März 2007
- No. 152 **Kutlina, Z.:** Realwirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Transformationsprozess ausgewählter mittel- und osteuropäischer Länder, April 2007
- No. 153 **Welfens, P.J.J.; Borbély, D.:** Structural Change, Growth and Bazaar Effects in the Single EU Market, September 2008
- No. 154 **Feiguine, G.:** Die Beziehungen zwischen Russland und der EU nach der EU-Osterweiterung: Stand und Entwicklungsperspektiven, Oktober 2008

- No. 155 **Welfens, P.J.J.:** Ungelöste Probleme der Bankenaufsicht, Oktober 2008
- No. 156 **Addison J.T.:** The Performance Effects of Unions. Codetermination, and Employee Involvement: Comparing the United States and Germany (With an Addendum on the United Kingdom), November 2008
- No. 157 **Welfens, P.J.J.:** Portfoliomodell und langfristiges Wachstum: Neue Makroperspektiven, Portfolio Modelling and Growth, November 2008
- No. 158 **Welfens, P.J.J.:** Growth, Structural Dynamics and EU Integration in the Context of the Lisbon Agenda, November 2008
- No. 159 **Welfens, P.J.J.:** Portfolio Modelling and Growth, December 2008
- No. 160 **Islami, M.:** Interdependence Between Foreign Exchange Markets and Stock Markets in Selected European Countries, December 2008
- No. 161 **Welfens, P.J.J.:** Portfolio Modelling and Growth, January 2009
- No. 162 **Bartelmus, P.:** Sustainable Development – Has It Run Its Course?, January 2009
- No. 163 **Welfens, P.J.J.:** Intégration Européenne et Mondialisation: Défis, Débats, Options, February 2009
- No. 164 **Welfens, P.J.J.:** ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ, ИННОВАЦИИ И ПРИРОДНЫЕ РЕСУРСЫ, February 2009
- No. 165 **Welfens, P.J.J.; Vogelsang, M.:** Regulierung und Innovationsdynamik in der EU-Telekommunikationswirtschaft, February 2009
- No. 166 **Welfens, P.J.J.:** The International Banking Crisis: Lessons and EU Reforms, February 2009
- No. 167 **Schröder, C.:** Financial System and Innovations: Determinants of Early Stage Venture Capital in Europe, March 2009
- No. 168 **Welfens, P.J.J.:** Marshall-Lerner Condition and Economic Globalization, April 2009
- No. 169 **Welfens, P.J.J.:** Explaining Oil Price Dynamics, May 2009
- No. 170 **Welfens, P.J.J.; Borbély, D.:** Structural Change, Innovation and Growth in the Single EU Market, August 2009

EIIW Economic Policy Analysis:

- No. 1 **Welfens, P.J.J.:** Globalisierung der Wirtschaft und Krise des Sozialstaats: Ist die Wirtschaftswissenschaft am Ende?, April 1997
- No. 2 **Welfens, P.J.J.:** Nach der D-Mark kommt die E-Mark: Auf dem Weg zur EU-Währungsunion, Juli 1997
- No. 3 **Welfens, P.J.J.:** Beschäftigungsförderliche Steuerreform in Deutschland zum Euro-Start: Für eine wachstumsorientierte Doppelsteuerreform, Oktober 1998

Fordern Sie den EIIW Newsletter an: www.euroeiiw.de

Please subscribe to EIIW Newsletter: www.euroeiiw.de

Weitere Beiträge von Interesse: Titels of related interest:

Most recent books also see the last page.

WELFENS, P.J.J.; BORBÉLY, D. (2009), Europäische Integration und Digitale Weltwirtschaft, Band 4: EU-Ostererweiterung, IKT und Strukturwandel, Stuttgart: Lucius & Lucius.

BLEISCHWITZ, R.; WELFENS, P.J.J.; ZHANG, Z. (2009), Sustainable Growth and Resource Productivity, Sheffield: Greanleaf.

WELFENS, P.J.J.; ADDISON, J.T. (2009), Innovation, Employment and Growth Policy Issues in the EU and the US, Heidelberg: Springer.

WELFENS, P.J.J.; RYAN, C.; CHIRATHIVAT, S.; KNIPPING, F. (2009), EU-ASEAN, Facing Economic Globalisation, Heidelberg: Springer.

WELFENS, P.J.J. (2009), Transatlantische Bankenkrise, Stuttgart: Lucius & Lucius.

WELFENS, P.J.J.; WOLF, H.C.; WOLTERS, J. (eds., 2008), International Economics and Economic Policy, Heidelberg: Springer.

WELFENS, P.J.J.; WALTHER-KLAUS, E. (eds., 2008), Digital Excelence, University Meets Economy, Heidelberg: Springer.

WELFENS, P.J.J. (2008), Digital Integration, Growth and Rational Regulation, Heidelberg: Springer

WELFENS, P.J.J. (2007), Innovation in Macroeconomics, Heidelberg: Springer

- WELFENS, P.J.J.; WESKE, M. (eds., 2007), Digital Economic Dynamics, Innovations, Networks and Regulations, Heidelberg: Springer.
- WELFENS, P.J.J., WESKE, M. (eds., 2006): Innovations, Digital Economic Dynamics and Regulatory Policy, Heidelberg: Springer
- WELFENS, P.J.J., KNIPPING, F., CHIRATHIVAT, S., RYAN, C. (eds., 2006): Integration in Asia and Europe: Historical Dynamics, Political Issues and Economic Perspectives, Heidelberg: Springer
- BROADMAN, H.G., PAAS, T., WELFENS, P.J.J. (eds., 2006): Economic Liberalization and Integration Policy Options for Eastern Europe and Russia, Heidelberg: Springer
- BORBÉLY, D. (2006): Trade Specialization in the Enlarged European Union, Heidelberg/Berlin: Springer
- JUNGMITTAG, A. (2006): Internationale Innovationsdynamik, Spezialisierung und Wirtschaftswachstum in der EU, Heidelberg: Physica
- WELFENS, P.J.J., WZIATEK-KUBIAK, (eds., 2005): Structural Change and Exchange Rate Dynamics – The Economics of EU Eastern Enlargement; Heidelberg: Springer.
- WELFENS, P.J.J., ZOCHE, P., JUNGMITTAG, A. (et al. 2005): Internetwirtschaft 2010 (final Report for the German Federal Government; joint study EIIW and Fraunhofer Institute for System Dynamics and Innovation, Karlsruhe), Heidelberg: Physica.
- GRAHAM, E., ODING, N., WELFENS, P.J.J., (2005): Internationalization and Economic Policy Reforms in Transition Countries, Heidelberg: Springer.
- GAVRILENKOW, E., WELFENS, P.J.J., (2005): Infrastructure, Investments and Economic Integration: Perspectives for Eastern Europe and Russia, Moscow: HSE.
- APOLTE, T.; CASPERS, R.; WELFENS, P.J.J. (2004), Ordnungsökonomische Grundlagen nationaler und internationaler Wirtschaftspolitik, Stuttgart: Lucius & Lucius.
- GAVRILENKOV, E.; WELFENS, P.J.J.; WIEGERT, R. (2004), Economic Opening Up and Growth in Russia, Heidelberg and New York: Springer.