



AUSGABE 154
September 2014

ANALYSEN & ARGUMENTE

Die Eurokrise und das deutsche Sparvermögen: Geldpolitik im Ausnahmezustand

Andreas Jaron (ext.)

Die Europäische Zentralbank sitzt seit Beginn der Krise zwischen den Stühlen: Einerseits wird in sie die Hoffnung gesetzt, mittels drastischer geldpolitischer Maßnahmen einer Eskalation der Krise vorzubeugen. Andererseits ist sie dem Primat der Geldwertstabilität und politischer Unabhängigkeit verpflichtet. In der Folge dieses Spannungsfelds wählte sich die Zentralbank schon im Jahr 2010 „im Krieg“ und titulierte den Ankauf von Staatsanleihen als Einsatz von „Nuklearwaffen“ (FAZ 2013). Ein solcher Ausnahmezustand kann nicht ohne Risiken bleiben. Das vorliegende Papier resümiert die Interventionen und die Rolle der EZB und erläutert die Folgen für den deutschen Sparer und das hiesige Wirtschaftsmodell. Im Zuge dessen werden auch makroökonomische Entwicklungen beleuchtet, die eine Herausforderung für die Wirtschaftspolitik und die zukünftige institutionelle Gestaltung der Eurozone darstellen. Das Papier plädiert dafür, das Mandat der Zentralbank nicht zu überstrapazieren, um politische Reformen zu verschieben.

Ansprechpartner in der Konrad-Adenauer-Stiftung

Matthias Schäfer
Leiter Team Wirtschaftspolitik
Hauptabteilung Politik und Beratung
Telefon: +49(0)30 2 69 96-35 15
E-Mail: matthias.schaefer@kas.de

Postanschrift

Konrad-Adenauer-Stiftung, 10907 Berlin

www.kas.de
publikationen@kas.de

ISBN 978-3-95721-057-9



INHALT

- 3** | EINFÜHRUNG
- 3** | DER EURO: STABILE WÄHRUNG IN UNZUREICHENDER ARCHITEKTUR
- 4** | DIE INTERVENTIONEN DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK
- 4** | DAS GELDPOLITISCHE VENTIL DER KRISE: TARGET2
- 5** | INFLATIONSÄNGSTE UND MITTELFRISTIGE INFLATIONSTENDENZEN
- 6** | VERTRAUEN IN DIE EZB AUF DEM PRÜFSTAND
- 6** | INFLATION IST HEUTE MEHR ALS VERBRAUCHERPREISERHÖHUNG
- 7** | AKTUELLE ENTWICKLUNGEN IN DER EUROZONE
- 9** | FAZIT: DIE ROLLE DER ZENTRALBANK FÜR DAS DEUTSCHE WIRTSCHAFTSMODELL
- 9** | BIBLIOGRAPHIE

DER AUTOR

Andreas Jaron war studentische Hilfskraft im Team Wirtschaftspolitik der Hauptabteilung Politik und Beratung.



EINFÜHRUNG

Derzeit scheint die Staatsschulden- und Bankenkrise, die seit 2009 die Mitglieder der Eurozone erschüttert, nicht mehr primär im Fokus von Entscheidungsträgern und Medien zu sein. Andere Themen bestimmen inzwischen die politische Agenda. Auch wenn inzwischen in vielen Bereichen Korrekturen stattgefunden haben und erste Anzeichen wirtschaftlicher Erholung zu beobachten sind, stehen die (geld-)politischen Akteure weiterhin vor schwierigen Aufgaben, damit sie adäquate und nachhaltige Lösungen auf die anstehenden Herausforderungen im Euroraum finden. Während sich andere europäische Länder mit exorbitanten Arbeitslosenzahlen und enormer Staatsverschuldung konfrontiert sehen, konnte Deutschland an die Wirtschaftsleistung vor der Krise anknüpfen und die Arbeitslosigkeit auf ein Niveau senken, das seit der Wiedervereinigung nicht mehr gesehen worden ist. Gleichzeitig greift hierzulande trotz der neuerstarkten Wirtschaft Unsicherheit um sich, wie man sein Vermögen zumindest werterhaltend anlegen könne. Vielfach wird diese Verunsicherung auch mit dem Euro und seinen Institutionen assoziiert. Dies wirft die Frage auf, was die Konsequenzen der Eurokrise, insbesondere der europäischen Geldpolitik, für den deutschen Sparer bedeuten. Dies ist nicht nur für den Vermögensaufbau von Relevanz, sondern auch für das Gelingen des deutschen Wirtschaftsmodells, das auf einer hohen Sparquote und dem Investieren von Unternehmen in produktive Investitionsgüter fußt.

DER EURO: STABILE WÄHRUNG IN UNZUREICHENDER ARCHITEKTUR

Zunächst einmal: Es handelt sich bei der Eurokrise nicht, wie angenommen werden könnte, um eine Währungskrise. Der Euro erfüllte seit seiner Einführung wichtige Kriterien einer stabilen, sparerfreundlichen Währung. Das Hauptziel der EZB, Preisstabilität zu gewährleisten, wurde mit Inflationsraten in Deutschland von durchschnittlich rund 1,5 Prozent p.a. im Zeitraum von 1999 bis 2011 erfolgreicher eingehalten als während des fünfzigjährigen Bestehens der D-Mark (2,8 Prozent p.a.) (Becker 2012, S. 7). Der Außenwert des Euro erwies sich ebenfalls als stabil und hat in den Jahren von 2000 bis 2013 gegenüber den Währungen bedeutender Handelspartner wie dem US-Dollar (+37,3 Prozent), britischen Pfund (+34,1 Prozent), japanischen Yen (+40,9 Prozent) oder dem russischen Rubel (+63,8 Prozent) deutlich zugelegt (Europäische Zentralbank 2014). Auch die Kaufkraft des Euro im Ausland ist heute größer als bei Einführung des Euro (Eurostat 2013). Darüber hinaus begünstigten die dank

dem Euro verschwundenen Wechselkursrisiken die Integration der europäischen Finanzmärkte.¹ Dies wiederum erleichterte die Investition von Ersparnissen im innereuropäischen Ausland, erhöhte damit aber auch die gegenseitige Abhängigkeit der Euroländer.

Die Intensivierung innereuropäischer Kapitalströme sollte sich angesichts der Konstruktionsmängel der Europäischen Währungsunion, einer fehlenden gemeinsam koordinierten Wirtschaftspolitik und der sich im Ernstfall als wenig glaubwürdig erweisenden fiskalischen Regeln allerdings auch als verhängnisvoll erweisen. Die strukturelle Unterbewertung des Euro für die deutsche Wirtschaft² trug stark dazu bei, dass Deutschland dauerhafte Leistungsbilanzüberschüsse in Höhe von etwa sechs Prozent des Bruttoinlandsprodukts erwirtschaftete.³ Im Gegensatz dazu war der Saldo in der Dekade vor der Euroeinführung weitgehend ausgeglichen (IWF World Economic Outlook 2013). Die damit einhergehenden deutschen Ersparnisüberschüsse flossen in Form von Kapitalexporten ins innereuropäische Ausland. Dazu kam das Vertrauen internationaler Investoren auf eine stabile Währungsunion und das Wegfallen von Wechselkursrisiken. Gemeinsam trugen diese Faktoren zu einer europaweiten Angleichung des Zinsniveaus an den Geld- und Kapitalmärkten bei. Die niedrigen Zinsen führten zu Kreditbooms verschiedener Art: Die Privatverschuldung stieg in den späteren Krisenländern dramatisch an und ging insbesondere in Spanien und Irland mit Blasen im Immobiliensektor einher. Zudem finanzierten einige Länder wie Griechenland und Portugal zunehmend hohe öffentliche Budgetdefizite. Als diese Kreditblasen im „Nachbeben“ der Pleite der US-Bank Lehman Brothers platzten, wurde offen gelegt, wie wenig nachhaltig der wirtschaftliche Aufholprozess der Krisenländer im ersten Jahrzehnt nach der Euro-Einführung finanziert worden war; zu wenig war in den Ausbau des Kapitalstocks investiert worden, zu viel in wirtschaftlich wenig produktive Güter wie Immobilien, Konsumgüter und staatliche Leistungen oder überdimensionierte Infrastruktur, welche die verkrusteten Strukturen weiter festigten. Der konjunkturelle Einbruch und reihenweise ausfallende Kredite brachten die europäischen Banken in Schieflage, woraufhin die Staaten Hilfspakete zur Rettung des Finanzsystems und aufwändige Konjunkturprogramme auflegten.⁴ Beginnend mit Griechenland brach dann 2010 eine Krise der öffentlichen Haushalte aus. Statt von einer Währungskrise ist also von einer Krise der Währungsunion zu sprechen, deren unzureichender institutioneller Unterbau die Herausbildung ökonomischer Ungleichgewichte im Euroraum begünstigte.



DIE INTERVENTIONEN DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK

Der Kreislauf aus wirtschaftlicher Depression, Staatsverschuldung und Bankenrettung ließ schließlich eine Intervention der Europäischen Zentralbank unausweichlich erscheinen. Nach und nach ergriff sie unkonventionelle Maßnahmen. Zunächst begegnete man der Wirtschaftsflaute im Mai 2009 mit einem bis dahin historisch niedrigen Leitzins von einem Prozent. Als dies nicht zur Genüge zur Entspannung der Lage beitrug, begann die Zentralbank im Mai 2010 erstmals mit einem umstrittenen Anleihekaufprogramm, das zur Entspannung der Anleihezinsen und damit der Staatshaushaltsfinanzierung beitragen sollte. Der nächste Schritt war, die Liquidität der klammen Banken zu stützen, die auf dem Interbankenmarkt Refinanzierungsprobleme hatten und sich mit Kapitalflucht konfrontiert sahen. Zu diesem Zweck ließ die EZB im Dezember 2011 und Februar 2012 den Banken in langfristigen Refinanzierungsgeschäften rund eine Billion Euro zu weit unter Marktkonditionen liegenden Zinsen. Diese berechnen sich aus den während der Laufzeit herrschenden, durchschnittlichen EZB-Leitzinsen. Damit sollten auch die Kreditvergabe und der Kauf von heimischen Staatsanleihen durch die Banken wieder angekurbelt werden.

Der bisherige „Höhepunkt“ dieser lockeren Geldpolitik wurde erreicht, als Mario Draghi, Präsident der EZB, im Juli 2012 zur Verteidigung des Euro unbegrenzte Käufe von Anleihen der Euro-Krisenstaaten ankündigte (Draghi 2012). Damit erfüllt die EZB endgültig eine Funktion als sogenannter „lender of last resort“ – zu Deutsch Kreditgeber letzter Instanz. Besonders Ökonomen aus den USA, darunter der Nobelpreisträger Paul Krugman, hatten diesen Schritt vehement eingefordert, um einer spekulativen Staatsschuldenkrise Einhalt zu gebieten, und bewerten die EZB-Krisenpolitik als dementsprechend erfolgreich. Tatsächlich haben die Märkte sich seitdem beruhigt und die Inflation im Euroraum betrug im Juni dieses Jahres 0,5 Prozent, weit entfernt von der Zwei-Prozent-Marke (Eurostat).

Alternativen zu dieser unorthodoxen Geldpolitik sind rar gesät: Das Instrument konjunktureller Stimuli steht in Zeiten des Spardiktats und der am Markt nur begrenzt möglichen Refinanzierung der Krisenländer nicht zur Verfügung. Die dringend notwendigen Strukturreformen gehen schleppend voran und zeigen erst mittelfristig Wirkung. Und eine Vertiefung der Transferunion in Form einer Vergemeinschaftung von Staatsschulden würde die Fehlkonstruktion der Währungsunion zum jetzigen Zeitpunkt weiter verschärfen. Im Vergleich dazu scheinen die EZB-Hilfen der zumindest nominell unabhängigen Zentralbank aus heutiger Sicht noch im

beherrschbaren Rahmen. Diese Erfahrung machte deutlich, dass die EZB die einzige europäische Institution ist, die in der Lage war, die Krise effektiv zu deeskalieren. Nichtsdestotrotz trifft die EZB-Politik auch auf Kritik. Mit gutem Grund, denn das Vorgehen der EZB birgt einige Risiken, insbesondere für den Sparer und sein Vermögen, die es zu bewerten und seitens der Politik und der EZB zu limitieren gilt.

DAS GELDPOLITISCHE VENTIL DER KRISE: TARGET2

Besonders notwendig erscheint dies, wenn die von der EZB eingegangenen Risiken so intransparent sind wie im Falle der viel diskutierten TARGET2-Salden im Euroraum. Als die privaten Kapitalströme von Nord- nach Südeuropa im Verlauf der Krise austrockneten, übernahm das System der Zentralbanken den Transfer von Liquidität von Überschuss- an Defizitländer. Auf diese Weise wurde die drohende Insolvenz krisengeschüttelter Banken vermieden und die Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten aufrechterhalten. Konkret funktioniert das System, indem illiquide Geschäftsbanken in den Krisenländern sich bei der EZB auf dem Umweg über die heimische Zentralbank Geld zu einem Zins von zurzeit 0,25 Prozent (Leitzins) leihen – gegen inzwischen zweifelhaftere Sicherheiten wie griechische Staatsanleihen. Gläubiger dieser Schulden sind die Zentralbanken der Überschussländer, allen voran die Bundesbank, die zum 30. Juni 2014 Forderungen gegenüber dem TARGET2-System in Höhe von 462 Milliarden Euro angehäuft hatte, im Vergleich zu 13 Milliarden Euro im Januar 2007 oder 197 Milliarden Euro zu Beginn der Griechenlandkrise im Februar 2010 (Bundesbank 2014). Die Leistungsbilanzungleichgewichte, die zu diesen enormen angehäuften Summen führten, wurden, wie bereits angesprochen, zu einem nicht unwesentlichen Anteil von der Einführung des Euro begünstigt und ihre fortlaufende Finanzierung über das Zahlungsverrechnungssystem TARGET2 erst durch den Euro ermöglicht. Das Vermögen der Gläubigerstaaten wird dadurch einem impliziten Risiko ausgesetzt: Sollten die Forderungen nicht in voller Höhe beglichen werden und damit für die EZB Verluste aus TARGET2 folgen, für deren Abfederung das vorgehaltene Kapital nicht ausreichte, so würde Deutschland gemäß seines Anteils am Eigenkapital der EZB mithaften. Zwar stehen den TARGET2-Forderungen Kreditsicherheiten gegenüber, die die Geschäftsbanken hinterlegen mussten, doch sind diese von geringwertiger Qualität.⁵ In einer vorangehenden Insolvenzwellen von Banken und Staaten würden sie sehr wahrscheinlich drastische Abschlüsse erleiden, womit Verluste unvermeidlich wären. Insofern verteilt das TARGET2-System Risiken von Banken auf die europäischen Steuerzahler um.



INFLATIONSÄNGSTE UND MITTELFRISTIGE INFLATIONSTENDENZEN

Ebenfalls kontrovers diskutiert werden die lockere Geldpolitik und die Angst der Sparer vor Inflation und der Entwertung ihres Vermögens. Befürworter der expansiven Geldpolitik verweisen häufig auf die „German Angst“ vor Hyperinflation aufgrund der 90 Jahre zurückliegenden Erfahrungen der Weimarer Republik oder auf die nach wie vor moderaten Preissteigerungsraten. Tatsächlich zeigt die Inflation trotz der massiven geldpolitischen Lockerung bislang keinen Aufwärtstrend. Dies ist ökonomisch damit zu begründen, dass die Kreditvergabe im Euroraum am Boden liegt. Zwar hat die EZB das Liquiditätsproblem der Banken gelöst, doch sind diese nach wie vor sehr risikoscheu, was Kredite an Unternehmen und Haushalte angeht, und betreiben nicht zuletzt aufgrund der zukünftig geforderten größeren Eigenkapitalpolster eine Entschuldungspolitik, welche die Kreditvergabe einschränkt. Zudem hat die EZB zwar das Finanzsystem mit Liquidität geflutet, doch gleichzeitig tätigen viele Geschäftsbanken Einlagen immensen Ausmaßes bei der EZB, statt das Geld in die Realwirtschaft zu verleihen. Die Konsequenz ist, dass das niedrige Zinsniveau nicht auf die Realwirtschaft durchschlägt und so nicht effektiv zur Belebung der Konjunktur beitragen kann. Der bekannte Ökonom John Maynard Keynes benutzte dafür die Metapher, man könne „die Pferde zwar zur Tränke führen, aber saufen müssen sie schon selber.“⁶

Die Schwäche der Konjunktur wiederum, die anhaltende massive Arbeitslosigkeit und die vorangegangene Lohnsenkung in den Krisenländern drücken weiterhin massiv auf das Preisniveau; unter diesen Umständen ist keine Inflation zu erwarten, sondern eher zu hoffen, dass eine Deflation in den Krisenstaaten vermieden werden kann. So fordern dann auch Ökonomen wie der frühere IWF-Chefökonom Kenneth Rogoff und die Nobelpreisträger Greg Mankiw und Paul Krugman, in Deutschland eine Inflationsrate von vier bis fünf Prozent in Kauf zu nehmen. Ihnen zufolge müssten starke Volkswirtschaften aufgrund der Asymmetrien im Euroraum eine höhere Inflationsrate in Kauf nehmen, um deflationäre Tendenzen in Krisenländern zu vermeiden. Dieses Argument, das der Ökonom Robert Mundell schon 1961 in einer Arbeit über die Theorie der optimalen Währungsräume vorbrachte, erscheint auf den ersten Blick plausibel.⁷ Darüber hinaus betrachten sie höhere Inflationsraten im Rahmen der Schuldenkrise als hilfreich, da der Staat sich über die Geldentwertung schleichend entschulden könne. Tatsächlich gibt es historische Vorbilder für eine solche Entschuldungspolitik, die nicht zwangsläufig in dramatisch hohen Inflationsraten münden muss. Nach dem Zweiten Weltkrieg zum Beispiel senkte die USA mittels Inflation in-

nerhalb eines Jahrzehnts ihr riesiges Staatsdefizit in Höhe von 121 Prozent auf 60 Prozent des BIP.

Dies funktionierte allerdings nur mittels flankierender Maßnahmen,⁸ die einen Anstieg der Zinsen verhinderten – und heutzutage in der EU undenkbar scheinen. Ein solches Vorgehen entspräche der Staatsfinanzierung durch die Notenpresse und wäre ordnungspolitisch ein schwerer Fehler: Die politische Unabhängigkeit der Zentralbank und das in sie gesetzte Vertrauen wären passé. Darüber hinaus stellt eine bewusst herbeigeführte hohe Inflation für den Staat zwar den leichtesten gangbaren Weg zur Haushaltssanierung dar, weil der Bürger sich ihrer nicht erwehren kann. Abgesehen vom hohen wirtschaftlichen Schaden, den sie durch die Verzerrung der Märkte verursacht, ist sie aber eine Form von ungezielter, unfairer und undemokratischer Besteuerung, die besonders Schwächere trifft und daher verteilungspolitisch abzulehnen ist. Sie sollte demzufolge als ein Mittel der letzten Wahl für anderweitig handlungsunfähige Regierungen betrachtet werden – ein Stand, auf dem sich die Staaten der Eurozone trotz aller Krisenstimmung nicht befinden.

Den vorangegangenen Ausführungen könnte entgegen gehalten werden, die US-Ökonomen befürworteten lediglich eine leicht erhöhte und keine drastisch hohe Inflationsrate. Die Problematik liegt aber neben drohendem Vertrauensverlust darin, dass die mittelfristigen Inflationsrisiken der EZB-Politik nur schwer kalkulierbar sind: Es ist unter Ökonomen umstritten, wie schnell geldpolitische Maßnahmen sich auf das Preisniveau niederschlagen. Dies hängt insbesondere von sogenannten Zweitrundeneffekten ab, also davon, inwiefern sich Löhne und Preise gegenseitig in die Höhe schaukeln. Zöge die Konjunktur im Euroraum an, so wäre mit einer wiederbelebten Kreditvergabe, einem zunehmenden Konsum und wieder steigenden Löhnen in Krisengebieten zu rechnen, und damit einem Auftriebsdruck auf die Preise. Der ehemalige deutsche Chefvolkswirt der EZB, Jürgen Stark, zweifelt daran, ob die EZB in einem solchen Szenario in der Lage wäre, die in den Bankensektor gepumpte Liquidität rechtzeitig zu absorbieren. Die historische Erfahrung spricht eher dafür, dass interventionistische Maßnahmen, seien sie geld- oder fiskalpolitischer Natur, meist verzögert erfolgen – und zwar in beide Richtungen. Gerade im Falle einer Blasenbildung setzt die Erkenntnis meist zu spät ein, oder sie wird sogar billigend in Kauf genommen, weil sich von den steigenden Vermögenspreisen eine verbesserte Konsumlaune und damit ein konjunktureller Stimulus versprochen werden.

Die offiziellen Ankündigungen der EZB, am obersten Primat der Preisstabilität und dem Ziel einer Inflationsrate von unter zwei Prozent festzuhalten, haben jedenfalls einen Bei-



geschmack: Sollte die EZB Teuerungsraten von über zwei Prozent intern in Kauf nehmen, so hätte sie kein Interesse daran, dies vorab zu kommunizieren, denn Inflation ist vor allem dann kurzfristig beschäftigungswirksam und senkt die Zinslast eines Staates, wenn sie für die Marktteilnehmer überraschend kommt. Zudem wäre der Vertrauensverlust infolge einer solchen Ankündigung enorm.

VERTRAUEN IN DIE EZB AUF DEM PRÜFSTAND

Das Vertrauen gegenüber der EZB wird, unabhängig von ihrer Strategie, die unorthodoxen Maßnahmen nach der Krise wieder zu beenden, bereits jetzt stark strapaziert. Die Ankündigung, notfalls unbegrenzt Staatsanleihen notleidender Krisenstaaten aufzukaufen, hat zwar die Märkte beruhigt, doch ist diese Ruhe trügerisch. Verschärft sich die Krise erneut, könnte dieses Versprechen auf eine Probe gestellt werden. Folgt die EZB dann ihrer Ankündigung ohne strenge Auflagen für die Programmländer, verlässt sie endgültig ihr eigentliches Mandat der Preisstabilität und schreitet unbestreitbar über die Schwelle verbotener Staatsfinanzierung. Dies hätte fatale Folgen für ihre Glaubwürdigkeit und den Druck auf die Staaten, nachhaltig zu haushalten und Strukturreformen durchzuführen. Die gemäßigten Inflationsraten des letzten Jahrzehnts waren nicht zuletzt eine Folge der Glaubwürdigkeit der geldpolitischen Institutionen und des obersten Ziels der Preisstabilität. Die EZB ist aber in der Krise wahrnehmbar näher an die Politik gerückt, und schlägt sich dies erst in verändernden Inflationserwartungen nieder, könnten damit einhergehende höhere Lohnforderungen und eine daraus folgende Lohn-Preis-Spirale Inflationsraten hervorbringen, die nicht mehr ohne Weiteres „einzufangen“ wären. Der ehemalige Bundesbankpräsident Karl Otto Pöhl warnte einst anschaulich: „Inflation ist wie Zahnpasta – ist sie erst mal heraus, bekommt man sie kaum mehr rein“ (Blanchard/Illing, 2009).

Wie salonfähig eine Vereinnahmung der Zentralbank durch die Politik geworden ist, wird auch anhand der Forderungen des französischen Staatspräsidenten Francois Hollande deutlich, eine aktive Wechselkurspolitik bei der EZB implementieren zu wollen. Die EZB ihrerseits mischt sich in die Politik der Euroländer ein, indem sie im Gegenzug für ihre Anleihekaufprogramme konkrete Bedingungen an die Politik der Hilfeempfänger stellt. Diese Verquickung zwischen Politik und EZB wäre früher undenkbar gewesen. Im Zuge der Krisenaufarbeitung droht diese Grenzüberschreitung zunehmend institutionalisiert zu werden: Zukünftig agiert die EZB als europäischer Bankenaufseher, als Troika-Mitglied im Europäischen Stabilitätsmechanismus sowie als Entscheidungsträger in der Bankenabwicklung.⁹

Dass die EZB ihr Zielsystem dadurch endgültig um das Ziel der Finanzmarktstabilität erweitert hat, birgt zweifelsohne Risiken. Der potentielle Konflikt zwischen diesen multiplen Zielen der Zentralbankpolitik lässt das oberste Primat der Geldwertstabilität wackeln. Ordnungspolitisch wäre es geboten, gerade in Krisenzeiten an den grundsätzlich für richtig und nachhaltig befundenen Regeln festzuhalten. Denn was sind Regeln wert, wenn man sie ausgerechnet in Krisenzeiten über Bord wirft?

INFLATION IST HEUTE MEHR ALS VERBRAUCHERPREISERHÖHUNG

Ein Beispiel für die negativen Folgen eines mehrdimensionalen Zielsystems lieferte in der jüngsten Wirtschaftsgeschichte die Rolle der US-Notenbank (FED) in der US-Subprime Krise. Das FED verfolgt seit jeher multiple Ziele: Preisstabilität, Vollbeschäftigung und langfristiges Wirtschaftswachstum. Aufgrund dessen folgte dem Platzen der Dotcom-Blase eine besonders drastische Niedrigzinspolitik, die sich wiederum als Saat der US-Subprime Krise herausstellen sollte. Als dieser eine Weltwirtschaftskrise historischen Ausmaßes folgte, war eine Antwort seitens der Zentralbanken schnell gefunden: Eine erneute massive Lockerung der Geldpolitik. Es ist aber schwer ersichtlich, warum die massive Interventionspolitik diesmal nicht Risiken bergen sollte. Zwar findet bislang keine übermäßige Verbraucherpreis-inflation statt, und das, obwohl sich die Geldmenge im Euroraum seit 2001 mehr als verdoppelt hat. Doch tatsächlich sind sich Ökonomen weitgehend darüber einig, dass zusätzliches Geld seit Ende des 20. Jahrhunderts nur noch selten zur klassischen Inflation führt. Dieses Phänomen ist als „Great Moderation“ bekannt geworden und könnte den irreführenden Eindruck erwecken, mit Geldspritzen könne heute lockerer umgegangen werden als noch in den 1970er Jahren, wo man mit hohen Inflationsraten zu kämpfen hatte.

Inflation ist aber mitnichten ausgestorben – sie findet sich heute nur nicht mehr in den Kaufhauspreisen wieder, sondern vermehrt in den sogenannten Vermögenspreisen. Kandidaten dafür wären beispielsweise die Preise von Aktien, Anleihen, Immobilien oder auch Rohstoffen. Niemand kann exakt sagen, welche Preisentwicklungen fundamental begründet und welche als exzessiv einzustufen sind. Fakt ist aber, wie Jürgen Stark es treffend auf den Punkt gebracht hat: „Liquidität findet immer einen Weg“ (FAZ 2011). Besonders gefährlich sind Vermögenspreisblasen, wenn sie kreditfinanziert werden, denn ein Platzen führt dann dazu, dass die Kredite möglicherweise nicht mehr bedient werden können und in der Folge das Bankensystem ins Wanken gerät. Zudem führen die Preissteigerungen zu einem Anziehen



der Konsumlaune, unter Umständen ebenfalls auf Pump. Die Folge kann eine allgemein gefährlich hohe Verschuldungsquote der Haushalte und ein Einbruch der Konjunktur sein, sobald die Rallye vorbei ist – eben genau das ist in vielen Krisenstaaten Europas geschehen.

Ein bereits vieldiskutiertes Beispiel für derartige Exzesse ist möglicherweise der deutsche Immobilienmarkt, der angesichts magerer Zinsen, billiger Kredite und der Furcht vor Inflation in einigen deutschen Großstädten einen Boom erlebt. Im Finanzstabilitätsbericht 2012 hat die Bundesbank bereits davor gewarnt, dass irrationale Preisüberreibungen in Ballungszentren nicht auszuschließen seien. Zwar ziehen auch die Nachfrage nach Wohnraum und damit die Mieten in deutschen Metropolen an, doch steigen die Immobilienpreise überproportional stark. Andererseits gibt es auch beruhigende Faktoren: Erstens handelt es sich um regional begrenzte Phänomene, die nur einen Teil des deutschen Immobilienmarktes betreffen. Zweitens werden die Immobilienneubauten und -käufe nicht durch eine hohe Kreditvergabe finanziert. Das liegt zum einen an der kriseninduzierten Entschuldungspolitik, der die Banken aktuell folgen und die die Kreditvergabe limitiert und zum anderen an dem nach wie vor hohen Eigenkapitalanteil, an den Immobilienkredite gebunden sind. Dieser würde im Falle einer Krise polsternd wirken. Die Anzeichen für eine spekulative Blase sind bislang also nicht alarmierend. Trotzdem sollte die Situation am Immobilienmarkt mit Aufmerksamkeit verfolgt werden, denn die schwere Prognostizierbarkeit einer Blase liegt in ihrer Natur.

Gefährlicher und akuter noch sind die Verwerfungen, denen die europäischen Anleihemärkte in den letzten Jahren unterworfen waren: Zeitweise war zu beobachten, wie sich Deutschland zu negativen Nominalzinsen Geld an den Anleihemärkten lieh, während andere Eurostaaten hohe zweistellige Zinsen zu berappen hatten. Diese Entwicklung führte dazu, dass die EZB im Rahmen ihrer Stützungskäufe am Anleihemarkt im April 2013 schon zwei Prozent der Anleihen der Eurostaaten hielt. Ein großer Teil der restlichen Krisenländer-Anleihen wird darüber hinaus von heimischen Banken gehalten, die durch die Liquiditätsspritzen seitens der EZB dazu animiert wurden. Die entsprechenden Anleihemärkte stehen also unter einem enormen Einfluss von institutioneller Seite. Das mildert nicht nur den Druck auf betroffene Regierungen, entschlossene Strukturreformen durchzuführen, sondern birgt auch die Gefahr einer zu hohen Weiterverschuldung, die irgendwann in erneuten Staatsschuldenkrisen mündet – nicht auszudenken, wenn dieses Schicksal eines Tages den scheinbar sicheren Kern der Eurozone ereilt.

Zudem nimmt es Sparern auch die Möglichkeit, wie früher einen großen Teil ihres Vermögens scheinbar sicher in Staatsanleihen zu investieren. Denn entweder bietet die

Anleihe keine risikoadäquate Verzinsung, wie im Falle deutscher Staatsanleihen, deren Verzinsung kaum die Inflationsrate ausgleicht, oder sie hat ihre Funktion als sicherer Hafen verloren und bietet sich mehr als (hoch-)spekulatives Objekt für Hedgefonds an, wie im Falle Griechenlands. Nimmt man die generell niedrigen Zinsen auf Spareinlagen und die Kapitalzuflüsse aus den Krisenländern sowie die höchst volatile Situation auf den Aktienmärkten über die Krisenjahre hinweg hinzu, so befindet sich der Sparer in einer Zwickmühle: Er sieht sich mit der Wahl zwischen Minimalzinsen und Vermögenswerten konfrontiert, deren Preise außer Rand und Band geraten sind und die möglicherweise seine Ersparnisse riskieren. Dies lässt sich beispielsweise anhand von Gold deutlich machen, in das sich viele Kleinanleger geflüchtet hatten und dessen Preis im Verlauf des Jahres 2013 von 1.664 auf 1.206 US-Dollar gefallen ist – nicht die Art Anlageform, die sich für den herkömmlichen Vermögensaufbau eignet. Betrachtet man die vorangegangenen Ausführungen, kann man schließen: Damit das Klima in Europa wieder sparerfreundlicher wird, muss eine Stabilisierung der Eurozone stattfinden.

AKTUELLE ENTWICKLUNGEN IN DER EUROZONE

Wie steht es um die Aussichten für eine nachhaltige Stabilisierung? Zur Beantwortung dieser Frage darf kurz resümiert werden: Die Einführung des Euro zog eine Angleichung des Zinsniveaus und einen Anstieg der ökonomischen Ungleichgewichte nach sich, die die öffentliche und private Verschuldung in den Krisenländern begünstigte. Diese Entwicklung mündete im Zuge des Crashes in den USA in der Banken- und Schuldenkrise. Insofern hat der Euro zu einem schwierigen Sparumfeld beigetragen, wenngleich er es nicht ursächlich begründet hat. Vermeiden können hätte man das mithilfe adäquater politischer Institutionen, die eine Währungsunion hätten begleiten sollen. Dieses politische Vakuum füllt bis dato die EZB aus, die als einzige EU-Institution in der Lage war, die Krise effektiv zu entschärfen. Damit einher ging ein Näherrücken der EZB an die Politik, was das in sie gesetzte Vertrauen stark auf die Probe stellt und ihr Mandat zumindest kurzfristig erheblich strapaziert. Zudem ist sie dem Interessenkonflikt ausgesetzt, per se an einem Erhalt des Euros und damit der eigenen Existenz interessiert zu sein. Das kurzfristige Kalkül, dem sich die EZB im Verlauf der Krise ausgesetzt hat, muss alsbald möglich wieder einer ordnungspolitisch gebotenen, langfristig orientierten Zentralbankpolitik weichen. Dafür vonnöten sind politische Handlungsmöglichkeiten, ein funktionierender ordnungspolitischer Rahmen und angemessene Instrumente, um solcher Krisen künftig besser Herr zu werden. So kann die Politik wieder in die Lage versetzt werden, eigenständige Lösungsansätze für wirtschaftliche Krisen zu finden und der EZB einen Rückzug aus dem politischen Alltagsgeschäft erlauben.



Neben den vielen bereits beschlossenen und notwendigen Schritten auf dem Weg zu einer politischen Union¹⁰ sendete das Rettungspaket für Zypern ein positives Signal für eine derart zurückerlangte Handlungsfähigkeit aus, das endlich eine rechtlich und ordnungspolitisch gebotene Gläubigerhaftung für Spareinlagen über 100.000 Euro vorsah. Damit wurde nicht mehr, wie in vorangegangenen Rettungspaketen geschehen, ausschließlich der europäische Steuerzahler belangt. Die eingeführten Kapitalverkehrskontrollen setzten zwar das EU-Grundprinzip der Kapitalverkehrsfreiheit aus, eine solche Ausnahme ist aber im Gegensatz zu den vorangegangenen Bailouts im EU-Recht zum Schutz „der öffentlichen Sicherheit“ de lege lata vorgesehen. Diesem Vorbild folgend hat das europäische Parlament im April dieses Jahres Regeln zur Abwicklung insolventer Banken beschlossen, die zukünftig zuerst eine Beteiligung der Aktionäre und Gläubiger an der Rettung vorsehen, bevor ein Bankenabwicklungsfonds einspringt. Dieser wird aus Abgaben der Geldinstitute in einer Höhe von insgesamt 55 Milliarden Euro in den nächsten acht Jahren aufgefüllt. Um eine Vergemeinschaftung der Altlasten zu vermeiden, sollen die Mittel zunächst in nationale Kammern fließen, die nur für die Abwicklung einer Bank im jeweiligen Land verfügbar sind; nach zwei Jahren fließen 60 Prozent der Mittel in einen gemeinsamen Fonds, der Rest innerhalb der darauffolgenden acht Jahre. Erst wenn diese Mittel bei einer Bankenabwicklung nicht ausreichen, werden die Steuerzahler belangt.

Auch die jüngst beschlossene Europäische Bankenunion¹¹ spielt hier eine wichtige Rolle. Sie ist Ausdruck der schmerzlichen Erkenntnis, dass Währungs- und Finanzstabilität eng verknüpft sind und dass nur auf Basis eines stabilen Bankensystems eine nachhaltige Gesundung der Eurozone erfolgen kann. Die Pläne der Politik sollen durch eine gemeinsame Bankenaufsicht sowie durch einen gemeinsamen Abwicklungsmechanismus Sorge dafür tragen, dass die europäischen Steuerzahler nicht mehr zur Übernahme von Verlusten in den Bankbilanzen herangezogen werden. Aus ordnungspolitischer Sicht sind diese Ziele zu befürworten, denn letztlich sind sie getragen vom bewährten Grundsatz der Subsidiarität: Die Mitgliedstaaten bleiben in der Verantwortung für die gemeinsame Währung, während auf europäischer Ebene bessere Institutionen für die Finanzmarktarchitektur geschaffen werden. Die effektive Umsetzung der Ziele gestaltet sich dennoch schwierig. Zwar hat die Politik die gemeinsame Bankenaufsicht unter dem Dach der Europäischen Zentralbank schon auf den Weg gebracht. Einen Konsens über die besonders umstrittene prozedurale Ausgestaltung eines gemeinsamen Abwicklungsmechanismus gibt es jedoch noch nicht. Aus ordnungspolitischer Perspektive können dabei insbesondere die Ansiedlung der Aufsicht bei der Europäischen Zentralbank sowie fehlende Automatismen in der

Bankenabwicklung zu Problemen führen. Ordnungspolitisch ebenso diskussionswürdig sind die geplante Harmonisierung der nationalen Einlagensicherungssysteme und die von der Europäischen Kommission vorgeschlagene Möglichkeit der freiwilligen gegenseitigen Kreditvergabe dieser Systeme untereinander. Gerade letzteres bietet bedenkliche Spielräume für eine Vergemeinschaftung von Verlusten und Schulden.

Dennoch stellen diese Maßnahmen wichtige Schritte dar, um die Verteilung der Krisenkosten endlich neu zu denken und so auch das Haftungsprinzip, ein Fundament der Sozialen Marktwirtschaft, wieder zur Geltung zu bringen.¹² Dazu gehört auch, dass die EZB über alle getroffenen Maßnahmen hinweg die auf sich genommenen Risiken auf ein beherrschbares Maß begrenzen muss. Bezüglich des TARGET2-Saldos der Bundesbank ist eine Beruhigung der Lage zu beobachten: Seit seinem Hoch im August 2012 ist er um etwa 281 Milliarden Euro gefallen. Dies hängt damit zusammen, dass die Krisenländer mittlerweile Leistungsbilanzüberschüsse aufweisen, also mehr exportieren als importieren und somit auch die übermäßige Verschuldung im Ausland gestoppt haben. Hält diese Entwicklung an, wird der TARGET2-Saldo und die diesem inbegriffenen Risiken kontinuierlich sinken. Von den langfristigen Krediten der EZB haben die Banken bislang mehr als 500 Milliarden Euro, also über 50 Prozent der Kreditsumme, vorzeitig getilgt (Stand: Februar 2014). Allerdings besteht ein starkes Nord-Süd-Gefälle: Während nordeuropäische Banken bereits einen Großteil zurückgezahlt haben, sind viele südeuropäische Banken weiterhin von den Langfristkrediten abhängig. Vor diesem Hintergrund hat Mario Draghi im Juni 2014 erneute Liquiditätsspritzen bis zu einem Volumen von 400 Milliarden Euro angekündigt. Diese werden an die Bedingung geknüpft sein, das Geld an Unternehmen verleihen zu müssen. Gleichzeitig senkte die Zentralbank den Leitzins auf 0,15 Prozent und führte erstmalig einen negativen Einlagezins von 0,1 Prozent ein. Diese Maßnahmen zeigen, dass die Kreditklemme gerade in den am stärksten von der Krise betroffenen Staaten nach wie vor präsent ist und die Erholung bremst – und bringen gleichzeitig neue Risiken mit sich: Der Bundesbankpräsident Jens Weidmann warnte davor, sie könnten „Übertreibungen an den Finanz- und Immobilienmärkten begünstigen“.¹³

Vor diesem Hintergrund könnte man auch die Entspannung an den Anleihemärkten betrachten, wo die Renditen der Krisenländer-Anleihen mittlerweile auf Vorkrisenniveau gesunken sind – nicht zuletzt aufgrund der Maßnahmen der EZB. Die Wogen an den Finanzmärkten sind damit zwar vorerst geglättet. Ob dies angesichts der deutlich höheren Schuldenstände als vor der Krise fundamental zu begründen ist, ist aber zumindest diskutabel. Einerseits ist die Lage in den Krisenstaaten auch wegen der Kreditklemme nach wie



vor bedenklich. Andererseits entspricht das dem wirtschaftsgeschichtlich verbreiteten Muster, das die Erholung nach Finanzkrisen meist einige Jahre benötigt.¹⁴ Die Anpassung der Wirtschaftsstruktur, die Senkung der Lohnstückkosten und Strukturreformen sind ein langwieriger Prozess – wie in Deutschland anhand der Agenda 2010 zu beobachten war. Dazu kommt die langwierige Sanierung des Bankensektors. Erst wenn die Wettbewerbsfähigkeit nach dieser Leidenszeit wiederhergestellt ist, wird ganz Europa auf den Wachstumspfad zurückkehren. Entscheidend ist allerdings, dass die entsprechenden Schritte auch konsequent umgesetzt werden. Die Erholung der Leistungsbilanzsalden darf bereits als Erfolg auf diesem Weg gewertet werden, der nicht zuletzt den bereits durchgeführten Reformen zu verdanken ist.

Was schließlich Inflationsbefürchtungen anbelangt, kann zumindest auf Basis eines Vergleichs der Marktpreise für inflationsgeschützte Staatsanleihen mit nicht-indexierten Staatsanleihen¹⁵ nicht abgelesen werden, dass die Finanzmärkte der EZB keine Kontrolle über die Preisentwicklung mehr zutrauen – allerdings könnte gerade das ein Ausdruck der „Great Moderation“ sein. Die Zentralbank sollte nicht einen Rückfall in Zeiten riskieren, in denen die europäischen Volkswirtschaften mit hohen und schwankenden Inflationsraten zu kämpfen hatten.

FAZIT: DIE ROLLE DER ZENTRALBANK FÜR DAS DEUTSCHE WIRTSCHAFTSMODELL

Angesichts der vorangegangenen Ausführungen kann bilanziert werden: Um einer Eskalation der Krise vorzubeugen, war es das realpolitische Ziel, den Sanierern Zeit zu kaufen, und die unkonventionelle Geldpolitik zur gegebenen Zeit wieder zurückzufahren. Die EZB-Hilfe darf allerdings keine Anreize schaffen, eine fundamentale Lösung der Strukturprobleme in den Krisenländern auf die lange Bank zu schieben und schmerzhaft, aber notwendige Strukturreformen auf den Arbeitsmärkten und in den Sozialversicherungssystemen zu vernachlässigen. Die Rolle, welche die EZB darüber hinaus in der institutionellen Ausgestaltung Europas zukünftig spielt, muss in einer Weise begrenzt werden, die ihre Unabhängigkeit weiterhin gewährleistet. Ansonsten läuft man Gefahr, eine aktionistische und laxe Geldpolitik zu fördern, die immer wieder zu Niedrigzinsen führen wird, die weit unter dem Gleichgewichtszins liegen. Die Folge sind Verwerfungen an den Märkten, wie sie in der Vergangenheit wiederholt zu beobachten waren. Dazu gehören Preisexzesse sowie Fehlinvestitionen und eine zu lockere Kreditvergabe, die zu einer Fehlbildung der Wirtschaftsstruktur und des Bankensektors eines Landes führen und Boom-and-Bust-Zyklen auslösen können. Wenn die Zinsen auf sichere An-

lagemöglichkeiten dauerhaft nicht einmal die Inflationsrate ausgleichen, stört man zwangsläufig Sparanreize und Vorsorgebemühungen und riskiert damit einen Wandel der deutschen Sparmentalität. Ein solcher Effekt brächte den Erfolg des deutschen Wirtschaftsmodells in Bedrängnis, das auf einer hohen Sparquote und dem Investieren der Unternehmen in produktive Investitionsgüter basiert. Verliert der Sparer das Vertrauen in die Werthaltigkeit des Geldes, wird er zukünftig sein Spar- und Investitionsverhalten ändern oder sein Vermögen schlichtweg verkonsumieren; zudem werden Anreize zum Vermögensaufbau geschwächt.

Insofern ist ein günstiges Spar- und Investitionsklima auf dem Fundament einer politisch unabhängigen Zentralbank und nachhaltiger Preisstabilität eine große Errungenschaft der jüngeren Wirtschaftsgeschichte und fester Bestandteil unseres wirtschaftlichen Ordnungsrahmens, der nicht aufs Spiel gesetzt werden darf.

BIBLIOGRAPHIE

- *Bauer, Matthias und Demary, Markus (2014): Europäische Bankenunion: Stand der Umsetzung und Nachbesserungsbedarf, Konrad-Adenauer-Stiftung, Berlin.*
- *Bauer, Matthias und Todorova, Cvetelina (2014): Deutsche Exportstärke in Verruf. Zu Recht?, Konrad-Adenauer-Stiftung, Berlin.*
- *Becker, Werner (2012): Der Euro – Währung für Europa, Konrad-Adenauer-Stiftung, Berlin.*
- *Becker, Werner, Gregosz, David und Löchel, Horst (2013): Euro-Krisenmanagement: Warum die Politik auf dem richtigen Weg ist, Konrad-Adenauer-Stiftung, Berlin.*
- *Bernau, Patrick (2012): Euro Tsunami – Europa wird im Geld ertrinken, Campus Verlag, Frankfurt.*
- *Blanchard, Olivier und Illing, Gerhard (2009): Makroökonomie, 5. Aufl., Addison-Wesley Verlag, München.*
- *Braunberger, Gerald (2013): Wendezeit in der Geldpolitik, erschienen auf blogs.faz.net/fazit.*
- *Draghi, Mario (2012): Rede von Mario Draghi, Präsident der Europäischen Zentralbank, auf der Global Investment Konferenz in London, 26. Juli, Frankfurt.*



- *El-Erian, Mohamed A. (2013): The Threat to the Central-Bank Brand, erschienen am 04. Juni 2013 auf project-syndicate.org.*
 - *Jakobs, Hans-Jürgen (2011): Inflation als Krisenbekämpfung – Ein Leben ohne Schulden ist möglich, aber sinnlos, Süddeutsche Zeitung, 29. August, München.*
 - *Mundell, Robert A. (1961): A Theory of Optimum Currency Areas, American Economic Review, Vol. 51, No. 4, S. 657-665.*
 - *Reinhart, Carmen und Rogoff, Kenneth (2010): Dieses Mal ist alles anders: Acht Jahrhunderte Finanzkrisen, FinanzBuch Verlag, München.*
 - *Schmid, Peter (2012): Die Krise der Europäischen Währungsunion ist keine Krise des Euro, erschienen auf oekonomenstimme.org.*
 - *Siedenbiedel, Christian (2011): Chefvolkswirt Jürgen Stark im Gespräch: „Der politische Druck auf die EZB ist enorm“, erschienen am 26. November 2011 auf faz.net.*
 - *Tilz, Jana (2013): Ex-Chefvolkswirt: „Die EZB führt einen Krieg!“, Interview mit Jürgen Stark, erschienen am 4. Juli 2013 auf faz.net.*
- 1] *Dies trug neben der fortschreitenden Liberalisierung, der Globalisierung und Innovationen in der Informationstechnologie zur Schaffung von effizienten Finanzmärkten in Europa bei, deren Wachstumsimpulse auf bis zu einen Prozentpunkt des BIP p.a. geschätzt werden (Becker 2012, S.8).*
 - 2] *Normalerweise führen Leistungsbilanzüberschüsse aufgrund der damit einhergehenden Währungsnachfrage aus dem Ausland zu einer Aufwertung der Währung und damit längerfristig zu einem Rückgang der Überschüsse – im Falle Deutschlands wird dieser Effekt durch die Defizite anderer EWU-Länder neutralisiert, womit der Wechselkurs einerseits für Überschussländer wie Deutschland zu niedrig, andererseits für Defizitländer ökonomisch bewertet zu hoch ist (die Leistungsbilanz der Eurozone ist dementsprechend im Aggregat weitgehend ausgeglichen).*
 - 3] *Dies sollte man der deutschen Wirtschaft nicht zum Vorwurf machen (Bauer/Todorova 2014).*
 - 4] *Im Zuge der Finanz- und dann Wirtschaftskrise stieg die Verschuldung in der Eurozone in den Jahren von 2007 bis 2010 von 66,4 Prozent auf 85,4 Prozent des BIP (Europäische Zentralbank 2013).*
 - 5] *De facto hat die EZB seit der Lehman-Pleite 2008 die Anforderungen für Kreditsicherheiten, die sie von Banken akzeptiert, stetig gesenkt.*
 - 6] *Aufgrund dieses dank Keynes als „Liquiditätsfalle“ bekannten Phänomens waren die erneuten Leitzinssenkungen auf 0,75 Prozent im Mai 2012, 0,5 Prozent im Mai 2013, 0,25 Prozent im November 2013 und 0,15 Prozent im Juni 2014 umstritten.*
 - 7] *Der IWF errechnete im April 2013, dass Deutschland mittelfristig eine Inflation von etwa vier Prozent akzeptieren müsste, um in der Eurozone eine Inflation von unter zwei Prozent zu ermöglichen (FAZ 2013).*
 - 8] *Diese Maßnahmen finanzieller Repression beinhalteten die Zwangsverordnung von Kreditinstituten zum Halten von Staatsanleihen und zu einer Zinsobergrenze sowie Kapitalkontrollen, die den Abfluss des Geldes ins Ausland verhindern sollten (SZ 2011).*
 - 9] *Als Troika-Mitglied wird die EZB weiterhin an den Verhandlungen mit den betroffenen Ländern über deren Reformprogramm sowie der Überwachung dessen Einhaltung teilnehmen. Im Rahmen der Bankenunion kann die EZB ein Institut zukünftig für schließungsreif erklären, zudem wird die endgültige Entscheidung über eine Schließung in Abstimmung mit der EZB getroffen.*
 - 10] *Eine ausführliche Darstellung findet sich bei Werner Becker, David Gregosz und Horst Löchel (2013).*
 - 11] *Siehe dazu ausführlich Bauer/Demary (2014).*
 - 12] *Voraussetzung dafür ist, dass die Möglichkeit der Bankenabwicklung nicht durch die zukünftig theoretisch mögliche direkte Rekapitalisierung von Banken seitens des Europäischen Stabilitätsmechanismus ausgehebelt wird, die ebenfalls kürzlich von den EU-Finanzministern beschlossen wurde.*
 - 13] *Thomson Reuters (2014): <http://de.reuters.com/article/economicsNews/idDEKBN0EL0CB20140610>*
 - 14] *So das Ergebnis einer ausführlichen Analyse historischer Finanzkrisen von Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff (2010).*
 - 15] *Die sogenannte „Breakeven-Inflationsrate“ ergibt sich aus der Zinsdifferenz nicht-indexierter und inflationsindexierter Staatsanleihen und verdeutlicht die Inflationserwartungen des Marktes über die Anleihelaufzeit. Für Deutschland betrug sie am 31. Januar 2014 laut Bloomberg 1,41 Prozent für einen Zeitraum von zehn Jahren.*



Gefällt Ihnen diese Publikation?

Dann unterstützen Sie die Arbeit der Konrad-Adenauer-Stiftung für mehr Demokratie weltweit mit einer mobilen Spende. Der Betrag kommt unmittelbar der Stiftung zugute und wird für die Förderung unserer satzungsgemäßen Zwecke verwendet.

Jetzt QR-Code scannen und Betrag eingeben.