

ARGUMENTATION KOMPAKT

Ein Service der Hanns-Seidel-Stiftung für politische Entscheidungsträger



Ausgabe vom 12. April 2013 – 1/2013

Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank: Sind die Risiken beherrschbar?

Seit der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2007 bis 2009 betreibt die Europäische Zentralbank eine Politik des „billigen Geldes“. Die Geldbasis wurde stark ausgedehnt, die Liquidität im Euroraum ist gestiegen. Gleichzeitig hat die Europäische Zentralbank Maßnahmen ergriffen, bei denen Zweifel bestehen, ob sie noch von ihrem Mandat gedeckt sind. Wie sind die Risiken dieser Politik einzuschätzen? Wie können sie begrenzt werden? Was ist generell zu tun, um die Stabilitätskultur zu verbessern?

Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank: Sind die Risiken beherrschbar?

Peter Witterauf

Die Europäische Zentralbank in der Kritik

Seit dem 1. Januar 1999 ist die Europäische Zentralbank (EZB) für die Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet verantwortlich. Dem Euro-Währungsgebiet gehören die 17 EU-Länder an, die den Euro eingeführt haben. Im Einzelnen sind dies Belgien, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Luxemburg, Malta, Niederlande, Österreich, Portugal, Slowakei, Slowenien, Spanien und Zypern.

In den ersten Jahren nach der Einführung des Euro war die Politik der Europäischen Zentralbank vergleichsweise unspektakulär. Dies änderte sich im Verlauf der weltweiten Finanzkrise von 2007 bis 2009 und vor allem mit Beginn der Euro-Krise im Jahr 2010. Immer stärker betrieb die Europäische Zentralbank eine expansive Geldpolitik (Ausweitung der Liquidität, Politik des „billigen Geldes“) und führte gleichzeitig immer stärker Maßnahmen durch, bei denen sich die Frage stellte, ob sie noch von ihrem Mandat gedeckt sind. Dies gilt insbesondere für den Ankauf von Staatsanleihen.

Aufgrund dieser Politik befindet sich die EZB seit längerem in der Kritik. Der frühere Chefvolkswirt (und Direktoriumsmitglied) der EZB, Jürgen Stark, trat deswegen von seinem Amt zurück. Er kritisiert, dass es eine Illusion sei zu glauben, dass die Geldpolitik große strukturelle und fiskalische Probleme in der Euro-Zone lösen könne. Wann immer in der Geschichte sich eine Notenbank der Haushaltspolitik untergeordnet habe, hätte sie Zugeständnisse bei ihrer eigentlichen Aufgabe, den Geldwert stabil zu halten, machen müssen.¹ In einem Leitartikel des Handelsblattes heißt es: „Finanzielle Risiken, die letztlich den Handlungsspielraum der Parlamente einengen, sollte eine Notenbank nicht eingehen. Das Haushaltsrecht ist das Königsrecht der parlamentarischen Demokratie. Eine Notenbank darf es nicht beschränken, sonst verliert sie ihre Glaubwürdigkeit und damit ihre Legitimation.“² Dies sind nur zwei Beispiele aus einer Vielzahl von kritischen Stimmen.

Die Politik der EZB seit 2007

Der Leitzins der EZB spiegelt wider, ob eine restriktive Geldpolitik (Geldmengenverknappung) oder eine expansive Geldpolitik (Geldmengenausweitung) betrieben wird. Im Januar 1999 lag der Leitzins der EZB (Zins für Hauptrefinanzierungsgeschäfte) bei 3,0 % und erreichte im Oktober 2000 mit 4,75 % einen ersten Höchststand. Danach war er rückläufig

bis Juni 2003 (2,0 %) und stieg danach wieder an bis auf 4,25 % im Juli 2008. In der Folge war ein Absinken zu verzeichnen bis auf einen Rekordtiefstand von 0,75% im Juli 2012. Auf diesem unverändert niedrigen Niveau befindet sich der Leitzins der EZB nach wie vor.³

Deutlich wird der expansive Kurs der EZB auch an der Entwicklung ihrer Bilanzsumme. Die Bilanzsumme der EZB lag im Jahr 2006 bei 1.151 Milliarden Euro. Bis zum Jahr 2012 erhöhte sie sich auf 3.082 Milliarden Euro.⁴ Aussagekräftiger für internationale Vergleiche ist die Zunahme in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt. Für den Zeitraum von 2007 bis 2012 ergibt sich eine Zunahme um 150 %.⁵

Eine Ausweitung der Bilanzsumme ist allerdings keine Besonderheit der EZB. Auch andere Notenbanken, die allerdings weniger der Geldwertstabilität verpflichtet sind als die EZB, befinden sich auf Expansionskurs. Bei der US-amerikanischen Notenbank lag der Anstieg im Zeitraum von 2007 bis 2012 bei 180 % und bei der englischen Notenbank sogar bei 310 %.⁶ Eine Ausnahme stellt nur die japanische Notenbank dar: Bei ihr ist die Bilanzsumme in den vergangenen Jahren nur wenig angestiegen. Ursächlich hierfür ist aber, dass die japanische Notenbank seit langem eine expansive Geldpolitik betreibt.

Besonders umstritten sind die Käufe von Staatsanleihen durch die EZB. Im Mai 2010 hat die EZB das „Securities Markets Programme“ (SMP) zum Aufkauf von Staatsanleihen der Krisenländer auf dem Sekundärmarkt ins Leben gerufen. In der Folge wurden sukzessive Staatsanleihen aufgekauft, deren Bestand sich Ende 2012 auf rund 210 Milliarden Euro belief (Buchwert). Erstmals im Februar 2013 machte die EZB öffentlich, welche Krisenstaaten davon betroffen sind: Italien mit 99 Milliarden Euro, Spanien mit 44 Milliarden Euro, Griechenland mit 31 Milliarden Euro, Portugal mit 22 Milliarden Euro und Irland mit 14 Milliarden Euro.⁷

Im September 2012 führte die EZB eine strategische Neuausrichtung durch und kündigte „Outright Monetary Transactions“ (OMT) an. Mit diesem Programm können – wie beim SMP – Staatsanleihen von Euro-Krisenländern von der EZB auf dem Sekundärmarkt gekauft werden. Eine mengenmäßige Begrenzung wurde nicht festgelegt. Im Gegensatz zum SMP, bei dem die Käufe nicht an Bedingungen gekoppelt waren, ist bei den OMT der Ankauf an einen Antrag und ein damit verbundenes Stabilisierungsprogramm des betroffenen Landes bei der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) oder dem Europäischen Stabilisierungsmechanismus (ESM) geknüpft. Damit soll erreicht werden, dass einerseits die Hilfe durch die EZB erfolgt, andererseits aber auch entsprechende Reformen durchgeführt werden. Einlösen musste die EZB ihre Ankündigung bisher nicht.

Im internationalen Vergleich halten sich die Anleihekäufe der EZB – zumindest bis jetzt – in Grenzen. Die Anleihekäufe der englischen und amerikanischen Notenbank beliefen sich zuletzt auf 24 % beziehungsweise 16 % des Bruttoinlandsprodukts, die der EZB „nur“ auf 7 %.⁸ Bei der japanischen Notenbank, die vor allem im vergangenen Jahrzehnt in hohem Maße Staatsanleihen angekauft hatte, liegt der Anleihebestand bei rund 22 % des Bruttoinlandsprodukts.⁹ Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang auch die Tatsache, dass

die EZB mit den Staatsanleihen gute Gewinne erzielt hat. Die Zinseinnahmen aus dem ersten Anleihekaufprogramm (SMP) beliefen sich 2012 auf 1,1 Milliarden Euro, davon 555 Millionen Euro aufgrund von griechischen Anleihen.¹⁰

In der öffentlichen Diskussion werden auch immer wieder die sogenannten TARGET-2-Salden kritisiert. Diese länderspezifischen Salden im Zahlungsverrechnungssystem der EZB sind in den letzten Jahren deutlich angestiegen. Dabei wies Deutschland im Jahr 2012 die mit Abstand größten Forderungen in Höhe von rund 720 Milliarden Euro aus, gefolgt von den Niederlanden mit 120 Milliarden Euro, Luxemburg mit 110 Milliarden Euro und Finnland mit 70 Milliarden Euro. Die höchsten Verbindlichkeiten im TARGET-2-System entfielen auf Spanien (420 Milliarden Euro), Italien (290 Milliarden Euro), Griechenland (110 Milliarden Euro), Irland (100 Milliarden Euro) und Portugal (70 Milliarden Euro).¹¹

Die Risiken der EZB-Politik

Zunächst ist festzustellen, dass die Politik der EZB einen überaus wichtigen Beitrag geleistet hat, um die Europäische Währungsunion zu stabilisieren. In schwierigen Situationen war eine rasche Hilfe möglich, so zum Beispiel durch den Ankauf von Staatsanleihen. Hierdurch konnte verhindert werden, dass die Zinsbelastung für Länder wie Italien und Spanien immer weiter ansteigt. Der Teufelskreis aus schwindendem Anlegervertrauen und steigenden Anleiherenditen konnte unterbrochen werden. Es ist ebenso zuzugestehen, dass die Ankündigung der EZB, notfalls unbegrenzt zu intervenieren, die Finanzmärkte beruhigt hat. Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung kam deshalb in seinem Jahresgutachten 2012/13 zu der Einschätzung, dass es vor allem die EZB sei, die mit ihren unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen das europäische Finanzsystem stabilisiere und einen bedeutenden Beitrag zur Stützung der Banken leiste.¹²

Mit Blick auf künftige Entwicklungen hatte sich EZB-Präsident Mario Draghi im Juli 2012 unmissverständlich geäußert: „Im Rahmen ihres Mandats ist die EZB bereit, alles, was nötig ist zu tun, um den Euro zu erhalten. Und glauben Sie mir, es wird ausreichen.“¹³ Die entscheidende Frage ist, ob die EZB im Ernstfall dem Druck der internationalen Finanzmärkte standhält, ohne ihre Glaubwürdigkeit zu verlieren. Das Hauptziel der EZB ist die Preisstabilität, im Gegensatz etwa zur amerikanischen Notenbank. Dies wurde ganz bewusst bei der Schaffung der Europäischen Währungsunion so festgelegt, um Zielkonflikte zu vermeiden und um die Stabilität des Euro zu sichern.¹⁴

Anfang 2013 lag der „harmonisierte Verbraucherpreisindex“ des Euro-Währungsgebiets bei 2,0 %, in Deutschland lag die Inflationsrate mit 1,5 % etwas darunter. Inflationsraten in dieser Größenordnung werden von den Fachleuten als Preisniveaustabilität eingestuft. Diese aktuelle Situation darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass es für die Zukunft eine Reihe von Risiken gibt. So ist erstens durch die expansive Geldpolitik der letzten Jahre eine hohe Liquidität entstanden, die über die realen Wachstumsmöglichkeiten hinausgeht. Dies kann bei anziehender Konjunktur zu inflationären Tendenzen führen. Wenn

diese nicht rechtzeitig abgebremst werden, könnte leicht eine Aufwärtsspirale entstehen. Mit einer Anhebung ihrer Leitzinsen oder durch Wertpapierverkäufe könnte die EZB Liquidität verknappen und entsprechend gegensteuern.

Verschiedentlich wird darauf verwiesen, dass vor allem die Geldbasis (Bargeldumlauf und Notenbankguthaben) stark gewachsen sei, nicht aber die Geldmenge M3, der eine zentrale Rolle bei der Bewertung inflationärer Tendenzen zukomme. Zur Geldmenge M3 zählen insbesondere der Bargeldumlauf, die Sichteinlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit bis zu 2 Jahren und Einlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist bis zu 3 Monaten sowie Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit bis zu 2 Jahren.¹⁵ Dies ist sicherlich richtig; gleichwohl bildet die stark gestiegene Geldbasis ein erhebliches Inflationspotenzial.

Ein zweites Gefahrenpotenzial stellt das niedrige Zinsniveau dar. Die expansive Geldpolitik der letzten Jahre („Politik des billigen Geldes“) hat zu einem extrem niedrigen Zinsniveau geführt („Nullzins“). Dies hilft zwar einerseits den verschuldeten Staaten, birgt andererseits aber hohe Risiken in sich. Es ist eine bedrohliche Abhängigkeit entstanden. Bei einer Verzinsung von knapp über 0 % ist es nämlich nicht mehr möglich, Geldvermögen real zu erhalten. Die geringe nominale Verzinsung wird von der Inflationsrate (und den Steuern) in einen realen Verlust umgewandelt. Die unmittelbare Folge ist, dass immer risikoreichere Investitionen getätigt werden. So ist zum Beispiel zu beobachten, dass schon wieder hochriskante Finanzpapiere angeboten und gekauft werden. Eine Reihe von Finanzinstituten ist – auch getrieben von den Anlegern – bereits wieder im „Hochrisikobereich“ unterwegs. Offensichtlich scheint schon in Vergessenheit geraten zu sein, dass es genau diese „Giftpapiere“ waren, die zu der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise von 2007 bis 2009 geführt haben und unter deren Folgen wir noch heute leiden.

Generell gilt, dass durch einen Zinssatz nahe bei Null die wichtige Lenkungsfunktion des Zinses beeinträchtigt wird. Die Fachleute sprechen von einer „Fehlallokation der Ressourcen“. Fehlinvestitionen sind die Folge. Es bleibt abzuwarten, inwieweit dies zum Beispiel für den Immobilienboom in Deutschland gilt. Niedrige Zinsen belasten im Übrigen auch die Bilanzen der Banken, weil sie die Ertragssituation verschlechtern.

Ein weiteres Risiko ist, dass der Aufkauf von Staatsanleihen das Haftungsrisiko für einzelne Länder erhöht, also insbesondere auch das Risiko für Deutschland. Gleichzeitig sinkt durch den Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB die Bereitschaft von Krisenländern, ihre Haushalte zu konsolidieren. Bisherige Erfahrungen haben gezeigt, dass die Finanzierung von Staatsdefiziten durch Notenbanken eine wesentliche Ursache von Geldentwertungen ist. Der unmittelbare Erwerb von Staatsanleihen ist deshalb der EZB verboten. Um sich an dieses Verbot zu halten, hat die EZB Staatsanleihen am „Sekundärmarkt“, also nicht von Staaten direkt, sondern von Banken gekauft. Allerdings bleiben trotzdem Zweifel, ob dieser „mittelbare“ Erwerb vom Mandat der EZB gedeckt ist.

Auch der Anstieg der sogenannten TARGET-2-Salden hat das Haftungs- und Ausfallrisiko für Deutschland erhöht.¹⁶ Wenn aus einem Land Zentralbankgeld in ein anderes Land überwiesen wird, entstehen Verbindlichkeiten und Forderungen gegenüber der EZB. Bei

der belastenden Notenbank entsteht ein negativer TARGET-2-Saldo (Verbindlichkeit gegenüber der EZB), bei der empfangenden Notenbank entsteht ein positiver TARGET-2-Saldo (Forderung gegenüber der EZB). Untersuchungen haben nachgewiesen, dass diese Salden im Zusammenhang mit Leistungsbilanzdefiziten, dem privaten internationalen Kapitalverkehr (Kapitalflucht!) und Refinanzierungskrediten stehen. Auch sie fungieren – zumindest teilweise – als „Hilfestellung“ der EZB für Krisenländer.¹⁷

Ob der Kauf von Staatsanleihen durch die EZB oder die Zunahme der TARGET-2-Salden: Je mehr hochverschuldete Staaten wie Griechenland, Italien, Portugal und Spanien den Eindruck gewinnen, dass bei anstehenden Problemen die EZB zur Stelle ist und hilft, desto eher werden die Reformbestrebungen nachlassen. Ohne strukturelle Reformen und einen Schuldenabbau in diesen Ländern wird es aber nicht möglich sein, die Eurokrise, die im Kern ja eine Schuldenkrise ist, zu beenden. Und sobald auf den internationalen Finanzmärkten der Eindruck entsteht, die Reformbereitschaft würde nachlassen, wird die Eurokrise wieder an Schärfe gewinnen.

Sind die Risiken beherrschbar?

Zunächst muss man sich darüber im Klaren sein, dass die EZB eine schwierige Aufgabe übernommen hat. Ihr oblag es, durch die Refinanzierung von Banken, den Ankauf von Anleihen und nicht zuletzt durch die Ankündigung unbegrenzter Ankäufe die Stabilität auf den Finanzmärkten zu gewährleisten. Sie hat dabei sicherlich auch politischem Druck nachgegeben.

Je eher es gelingt, die Krise der Europäischen Währungsunion zu entschärfen, desto eher wird die EZB entlastet. Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung hat in seinem jüngsten Jahresgutachten darauf hingewiesen, dass es letztlich um drei große Krisenherde geht, die eng miteinander verbunden sind: die Staatsschuldenkrise, die wirtschaftliche Krise und die Bankenkrise.¹⁸ Besonders ausgeprägt ist die Bankenkrise derzeit in Zypern.

Die Staatsschuldenkrise ist geprägt von einer deutlich steigenden Staatsverschuldung. Die wirtschaftliche Krise zeigt sich in einer schwachen Wirtschaftsentwicklung und steigender Arbeitslosigkeit. Sowohl in Griechenland als auch in Spanien liegt die Jugendarbeitslosigkeit bei über 50%! Die Bankenkrise kommt in einem nach wie vor geringen Vertrauen von Investoren und Anlegern gegenüber den Finanzinstituten aus den Problemländern des Euroraums zum Ausdruck. Politik und Privatwirtschaft sind gefordert, diese Probleme zu lösen.

Beim Ankauf von Staatsanleihen geht es vor allem um die Glaubwürdigkeit der EZB. Dabei ist es weniger die Frage, ob dieser (mittelbare) Ankauf vom Mandat gedeckt ist oder nicht. Die Expertenmeinungen weichen voneinander ab. Eine eindeutige Trennungslinie zwischen Geldpolitik und Staatsverschuldung ist schwer zu ziehen. Die entscheidende Frage ist deshalb, ob die EZB ihren Ruf als unabhängige Institution und Hüterin der Wäh-

rungsstabilität in Frage stellt. Es wäre überaus problematisch, wenn zum Beispiel Italien sein Spar- und Reformprogramm lockern und trotzdem die EZB weiter italienische Staatsanleihen kaufen würde. Dies wäre dann nämlich der „Freibrief“ für eine unsolide Finanzpolitik in Italien, mit entsprechenden Folgewirkungen für andere Krisenländer der Eurozone.

Die EZB sollte auch jeden Eindruck vermeiden, dass sie dauerhaft gewillt ist, eine Politik des „billigen Geldes“ zu betreiben. Eine solche Politik käme zwar den Eurostaaten beim Schuldenabbau entgegen, weil die Zinszahlungen geringer ausfallen. Die Probleme würden aber nicht kleiner, sondern größer werden. Die negativen Erfahrungen in den USA und in Japan zeigen das sehr deutlich. In den USA hat die Politik des „billigen Geldes“ strukturelle Reformen verhindert, die internationale Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigt und die Staatsverschuldung nach oben getrieben. In ähnlicher Weise gilt dies für Japan, das seit vielen Jahren eine Stagnation seiner Wirtschaft zu verzeichnen hat. Es sollte auch nicht in Vergessenheit geraten, dass es vor allem auch die expansive Geldpolitik der USA war, die zu den dortigen Fehlentwicklungen am Immobilienmarkt und in der Folge zur weltweiten Wirtschafts- und Finanzkrise geführt hat.

Insgesamt ist festzustellen, dass sich die EZB mit ihrer Geldpolitik auf eine schwierige Wegstrecke begeben hat. Die Risiken sind (noch) beherrschbar, erfordern aber ein umsichtiges Vorgehen und den Mut zu unpopulären Entscheidungen. Dazu gehört, sich den Wünschen der Politik zu verweigern, wenn die Geldwertstabilität gefährdet ist.

Aus deutscher Sicht ist problematisch, dass der Einfluss der deutschen Vertreter in den EZB-Gremien nur begrenzt ist. Der EZB-Rat ist das oberste Beschlussorgan der EZB und trifft die meisten Entscheidungen mit einfacher Mehrheit, wobei jedes Mitglied eine Stimme hat. Ihm gehören alle sechs Mitglieder des Direktoriums sowie zusätzlich alle Präsidenten der nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Eurozone an (derzeit 17). Insgesamt hat der EZB-Rat derzeit 23 Mitglieder, 2 davon sind aus Deutschland.

Das Kapital der EZB wurde von den nationalen Notenbanken der 27 EU-Staaten eingebracht, entsprechend einem Schlüssel nach dem Gewicht des entsprechenden Staates in der EU. Den größten Anteil hat die Deutsche Bundesbank mit rund 19 %. Sie hat deshalb auch das höchste Haftungs- und Ausfallrisiko.

Die Deutsche Bundesbank steht wie keine andere Notenbank für Geldwertstabilität. Es wäre deshalb sachgerecht und zielführend, die Stimmengewichtung im EZB-Rat an den Kapitalanteilen auszurichten und damit die deutsche Position zu stärken. Die Christlich-Soziale Union hat in diesem Sinne auf ihrem Parteitag im Oktober 2012 einen Leitantrag verabschiedet, der mit Blick auf die Europäische Zentralbank fordert: „Es bietet sich an, nach dem Vorbild des ESM die Stimmengewichtung im EZB-Rat an den Kapitalanteilen auszurichten und eine Sperrminorität einzuführen.“

Vorsicht ist insbesondere auch mit Blick auf künftige Entwicklungen geboten. Für den Fall, dass der Eurozone mehr als 18 Mitgliedsländer angehören, soll das Abstimmungsprinzip

innerhalb des EZB-Rates zu einem Rotationsprinzip werden. Die fünf größten Länder sollen vier feste Stimmrechte im EZB-Rat erhalten, die monatlich zwischen ihnen rotieren. Aus deutscher Sicht wäre dies überaus problematisch, weil der deutsche Vertreter zeitweise kein Stimmrecht hätte.

Ausblick

Die größte Gefahr für die Zukunft der Währungsunion ist zweifellos, dass aus der Notlösung, nämlich der Krisenbewältigung mit Hilfe der EZB, ein Dauerzustand wird. Umso mehr kommt es darauf an, die EZB Schritt für Schritt wieder zu „entlasten“. Die Verbesserung der Haushaltsdisziplin in den Euro-Staaten und die Einrichtung des dauerhaften Rettungsschirms ESM waren wichtige Maßnahmen. Eine bessere Überwachung der Banken, wie sie derzeit auf den Weg gebracht wird, ist ein weiterer wichtiger Schritt. Vor allem aber müssen die eingeleiteten Strukturreformen weitergeführt werden: Die Mitgliedstaaten der Eurozone müssen ihre Probleme lösen und Strukturreformen durchführen. Aus dieser Verpflichtung kann, um den aktuellsten Fall aufzugreifen, auch Zypern nicht entlassen werden.

Dabei gilt es Abschied zu nehmen von der Vorstellung, dass alle Probleme mit einer Politik des „billigen Geldes“ lösbar seien. Leider ist diese Vorstellung auch in europäischen Ländern weit verbreitet. Hierdurch werden Probleme aber nicht gelöst, sondern nur verschoben. Auch für die Eurozone gilt: An Strukturreformen und einer Stärkung der wirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit führt kein Weg vorbei. Dies muss bei allen Entscheidungen die Leitlinie sein.

Anmerkungen

- ¹ Spiegel Online, 16.1.2012.
- ² Münchrath, Jens: Europas Schattenkanzler, in: Handelsblatt, 1./2./3.3.2013.
- ³ EZB: Monatsbericht Februar 2013.
- ⁴ Institut der deutschen Wirtschaft: iwd 5/2013 (31.1.2013).
- ⁵ Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 2012/13, S. 82.
- ⁶ Ebd.
- ⁷ Pressemitteilung der EZB, 21.2.2013.
- ⁸ Sachverständigenrat: Jahresgutachten 2012/13, S. 83.
- ⁹ Ebd.
- ¹⁰ Pressemitteilung der EZB, 21.2.2013.
- ¹¹ Sachverständigenrat: Jahresgutachten 2012/13, S. 78.
- ¹² Ebd., S. 1.
- ¹³ Rede von EZB-Präsident Mario Draghi auf der „Global Investment Conference“ am 26.7.2012 in London.
- ¹⁴ Art. 127 Abs. 1 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union.
- ¹⁵ Sachverständigenrat: Jahresgutachten 2012/13, S. 91 f.
- ¹⁶ TARGET-2 ist die zweite Generation des Zahlungsverkehrssystems TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System).
- ¹⁷ Hans-Werner Sinn hat sich hierzu in mehreren Veröffentlichungen geäußert, so zum Beispiel in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung, 4.5.2011: „Die riskante Kreditsatzpolitik der EZB“.
- ¹⁸ Sachverständigenrat: Jahresgutachten 2012/13, S. 64.

Autor

Dr. Peter Witterauf ist Volkswirt und Hauptgeschäftsführer der Hanns-Seidel-Stiftung, München.