

Zeitschrift: Schweizer Monat : die Autorenzeitschrift für Politik, Wirtschaft und Kultur
Band: 98 (2018)
Heft: 1055

Artikel: Die lebenden Toten
Autor: Schnabl, Gunther
DOI: <https://doi.org/10.5169/seals-816075>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. [Siehe Rechtliche Hinweise.](#)

Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. [Voir Informations légales.](#)

Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. [See Legal notice.](#)

Download PDF: 29.04.2025

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, <https://www.e-periodica.ch>

2 Die lebenden Toten

Die Europäische Zentralbank ist von lauter «Zombies» aus Privatwirtschaft und Finanzindustrie umzingelt, die sie selbst am Leben gehalten hat. Steigen die Zinsen, finden die Zombies zwar ihre Ruhe – für Gesellschaft und Politik dürfte aber das Gegenteil gelten.

von Gunther Schnabl

Zehn Jahre nach Ausbruch der globalen Finanzkrise läuft die Konjunktur in den Industrieländern wieder rund. Die Aktienmärkte boomen und die Arbeitslosenzahlen sinken, so dass der Ausstieg aus den äusserst lockeren Geldpolitiken ansteht. Über mehr als 30 Jahre hinweg haben die Zentralbanken ihre Zinsen auf ein historisch niedriges Niveau gesenkt (Abb. 1a) und durch umfangreiche Ankäufe von Staats- und Unternehmensanleihen ihre Bilanzen ausgeweitet (Abb. 1b). Nun soll die Wende kommen.

Die US-amerikanische Fed bastelt seit Dezember 2013 an dem geldpolitischen Ausstieg, indem sie die Anleihekäufe reduziert und die Zinsen erhöht. Der neue US-Notenbankchef Jerome Powell hat angekündigt, diesen Kurs fortzusetzen. Auch in Europa läuft die Konjunktur rund. Die südeuropäischen Krisenländer haben sich vordergründig erholt. In der Stellungnahme zur Zinsentscheidung am 8. März verzichtete der EZB-Rat deshalb auf den bisher üblichen Satz, dass die milliarden schweren Anleihekäufe noch ausgeweitet werden könnten. Das wird als Einstieg in den geldpolitischen Ausstieg interpretiert.

Warum die Zentralbanken so vorsichtig sind

Die Zentralbanken agieren aus zwei Gründen äusserst vorsichtig. Erstens haben in der Vergangenheit die Zinssenkungen in Reaktion auf Finanzkrisen die Märkte zwar stabilisiert, aber auch den Nährboden für neue Übertreibungen geschaffen. Beispielsweise ermutigten die starken Zinssenkungen der EZB in Reaktion auf das Platzen der Dotcom-Blase (2000) in Südeuropa ein übermässiges Kreditwachstum und viele Investitionen mit geringer Rendite. Zunächst stiegen die Aktienwerte von Banken und Unternehmen steil an (Abb. 2b). Als die EZB ab dem Jahr 2006 die Leitzinsen erhöhte, hob sie die Messlatte für die Rentabilität aller Investitionsprojekte an. Viele erwiesen sich als unrentabel. Die europäische Finanz- und Schuldenkrise nahm ihren Lauf, was eine neue Geldflut auslöste.

Zwar hat die Finanzmarktaufsicht durch umfassende neue Regulierung eine erneute unvorsichtige Kreditvergabe der europäischen Banken verhindert.¹ Doch sind, zweitens, neue Risiken im Unternehmenssektor entstanden. Viele grosse Unternehmen haben die extrem niedrigen Zinsen dazu genutzt, mit billigen Krediten zu überhöhten Preisen Konkurrenten aufzukaufen. Der

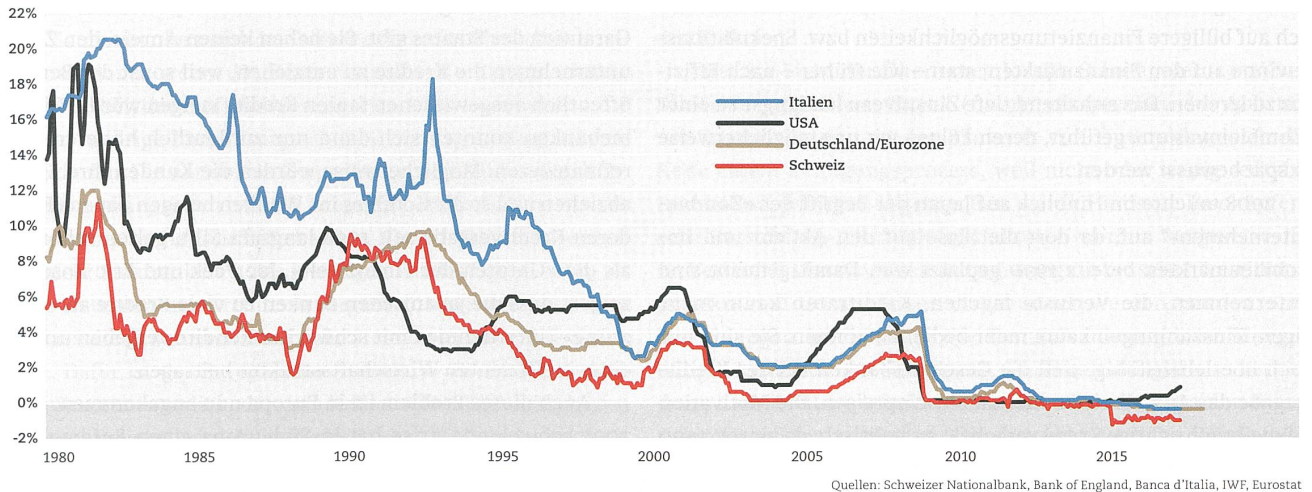
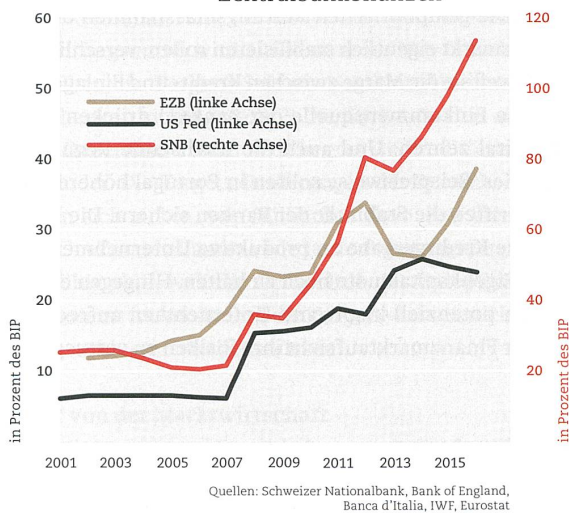
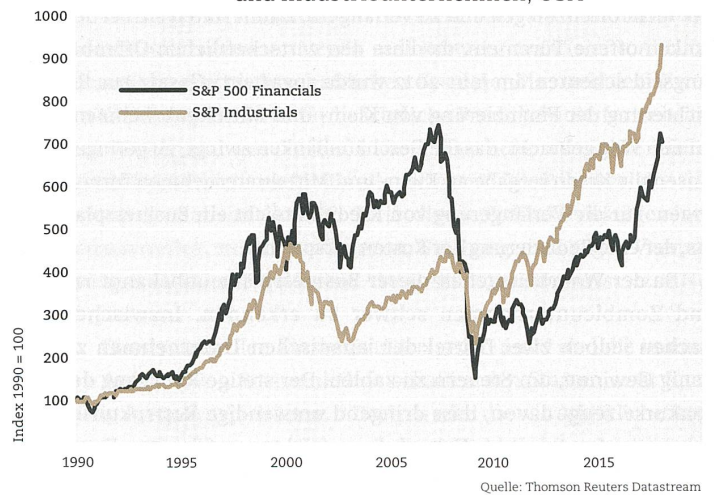
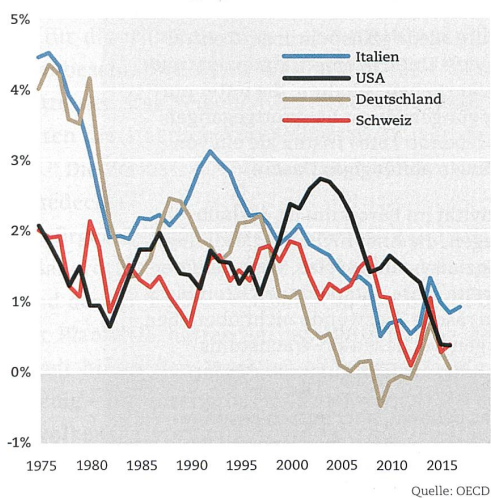
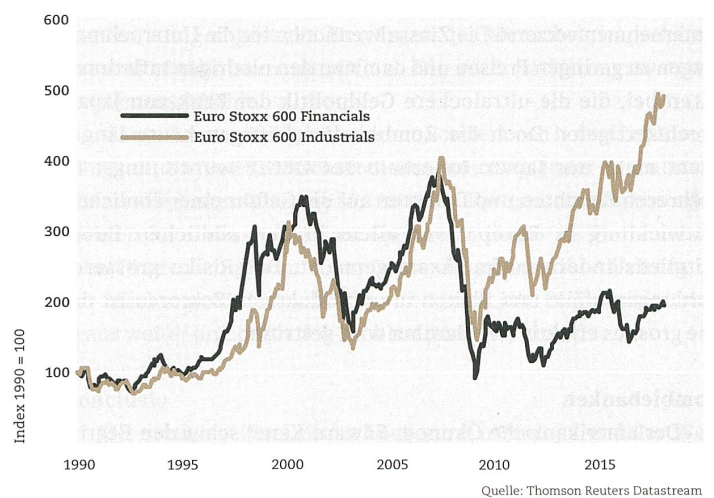
deutsche Chemieriese Bayer hat beispielsweise für Monsanto das Doppelte des marktüblichen Preises bezahlt.² Vor allem in den USA haben die Unternehmen wie Google mit billigen Krediten die eigenen Aktien zurückgekauft. Beides hat die Aktienpreise nach oben getrieben. Seit dem Tiefpunkt im Jahr 2009 sind der S&P Industrials (USA) um 210 Prozent (Abb. 2a), der Eurostoxx Industrials um 150 Prozent (Abb. 2b) und der DAX, der von Industrieunternehmen dominiert wird, sogar um 270 Prozent gestiegen.³

Durch diese Transaktionen ist in den USA die Verschuldung der Unternehmen von 3356 Milliarden Dollar (2008) auf 6005 Milliarden Dollar (2017) gestiegen. In China, das (noch) Wachstumsmotor der Weltwirtschaft ist, ist die Unternehmensverschuldung sogar von 132 Milliarden Dollar (2008) auf 2001 Milliarden Dollar (2017) angewachsen. Steigen die Zinsen, dann steigen für die hochverschuldeten Unternehmen auch die Zinslasten. Das würde sie zwingen, die Investitionen zu reduzieren, Mitarbeiter zu entlassen, Löhne zu kürzen und Preisdruck auf die Zulieferer auszuüben. Der Rückgang der Investitionen in den USA und China würde den Maschinenbau, insbesondere in Deutschland und der Schweiz, treffen. Mit einem sinkenden Konsum in den USA und China würde weltweit die Konsumgüterindustrie leiden, insbesondere die deutsche Autoindustrie.

Mit Zinserhöhungen scheint also der neue grosse Krach – diesmal ausgehend vom Unternehmenssektor – vorprogrammiert. Das erklärt die homöopathischen Änderungen in den öffentlichen Erklärungen der EZB. Jede grössere Erschütterung auf den Weltfinanzmärkten dürfte ferner dazu führen, dass die Zinserhöhungen gleich wieder ausgesetzt werden. Das dürfte damit gerechtfertigt werden, dass die Inflationsrate im Euroraum immer noch deutlich unter dem selbstgesteckten Ziel von 2 Prozent liegt. Es ist langfristig ein Szenario denkbar, in dem die Zentralbank bei niedriger Inflation den Zins bei null hält und ihren Bestand an Staats- und Unternehmensanleihen immer weiter ausdehnt – ein Blick nach Japan, wo dieser Prozess bereits weiter fortgeschritten ist, bietet sich deshalb an.⁴

Zombieunternehmen

Das über einen langen Zeitraum sinkende Zinsniveau in den Industrieländern (Abb. 1a) wirkt auf die Wirtschaft wie ein

Abbildung 1a Kurzfristige Zinsen**Abbildung 1b** Volumen der Zentralbankbilanzen**Abbildung 2a** Aktienindizes für Finanzinstitute und Industrieunternehmen, USA**Abbildung 3** Produktivitätswachstum (geglättet über fünf Jahre)**Abbildung 2b** Aktienindizes für Finanzinstitute und Industrieunternehmen, Europa

Schierlingsbecher: Unternehmen, Banken und Staaten verlassen sich auf billigere Finanzierungsmöglichkeiten bzw. Spekulationsgewinne auf den Finanzmärkten, statt – wie früher – nach Effizienz zu streben. Das anhaltend tiefe Zinsniveau hat längst zu einer «Zombieinvasion» geführt, deren Folgen wir uns möglicherweise zu spät bewusst werden.

2008 tauchte im Hinblick auf Japan der Begriff der «Zombieunternehmen»⁵ auf, da dort die Blase auf den Aktien- und Immobilienmärkten bereits 1990 geplatzt war. Damit gemeint sind Unternehmen, die Verluste machen, Kreditraten kaum mehr tilgen, Zinszahlungen kaum mehr bedienen können. Sie sind nur noch überlebensfähig, weil die Geschäftsbanken bei der Kreditvergabe das Ausfallsrisiko nicht mehr einpreisen. Die Motivation für die «nachsichtige Kreditvergabe»⁶ ist politisch, da im seit 1990 rezessionsgeplagten Japan die Abgeordneten im Parlament bei Bankrotten von Unternehmen den Missmut der Wähler in ihren Wahlkreisen fürchten.

Die Politiker übten deshalb auf die Banken Druck aus, faule Kredite nicht offenzulegen und zu verlängern. Damit traten sie bei den Banken offene Türen ein, da diese den wirtschaftlichen Offenbarungseid scheuten. Im Jahr 2012 wurde sogar ein «Gesetz zur Erleichterung der Finanzierung von Klein- und Mittelunternehmen» auf den Weg gebracht, das die Geschäftsbanken zwingt, zu geringen Zinsen die Kreditvergabe an Klein- und Mittelunternehmen fortzusetzen. Für die Verlängerung von Krediten reicht ein Businessplan aus, der eine Reduzierung der Kosten verspricht.

Da der Wahrheitsgehalt dieser Businesspläne unbekannt ist, sind Zombieunternehmen schwer zu erkennen. Inzwischen machen jedoch zwei Drittel der japanischen Unternehmen zu wenig Gewinne, um Steuern zu zahlen. Der stetige Rückgang der Konkurse zeugt davon, dass dringend notwendige Restrukturierungen im japanischen Unternehmenssektor auf breiter Front unterbleiben. Die OECD sagt, dass der Anteil der Unternehmen, die geschlossen bzw. neu eröffnet werden, mit 5 Prozent aller Unternehmen in Japan im internationalen Vergleich (15 Prozent) sehr gering sei. Da die Zombieunternehmen versteckt subventioniert werden, wird der Wettbewerb auf Kosten der leistungsfähigen Unternehmen verzerrt. Die Zinssubventionen für die Unternehmen tragen zu geringen Preisen und damit zu den niedrigen Inflationsraten bei, die die ultralockere Geldpolitik der Bank von Japan «rechtfertigen». Doch die Zombies beschäftigen heute längst nicht mehr nur Japan: Innerhalb der OECD⁷ wurde jüngst in mehreren Berichten und Debatten auf die Gefahr einer ähnlichen Entwicklung in Europa, vor allem in den südlichen Euro-mitgliedsländern, aufmerksam gemacht. Das Risiko grösserer Zahlungsausfälle und Pleiten in unproduktiven Sektoren ist da, wie gross es effektiv ist – darüber wird gestritten.

Zombiebanken

Der amerikanische Ökonom Edward Kane⁸ schuf den Begriff der «Zombiebanken». Diese können trotz negativem Vermögen

ihre Geschäftstätigkeit fortsetzen, weil es explizite oder implizite Garantien des Staates gibt. Sie haben keinen Anreiz, den Zombieunternehmen die Kredite zu entziehen, weil sonst der Berg ihrer öffentlich ausgewiesenen faulen Kredite steigen würde. Die Zombiebanken könnten sich dann nur zu deutlich höheren Zinsen refinanzieren. Möglicherweise würden die Kunden ihre Einlagen abziehen und so die Zombies ins Wanken bringen. Japans Banken, deren Kreditvergabe seit 1998 langsam fällt, gelten schon lange als die «Untoten der Finanzwelt». Joe Peek und Eric Rosengren⁹ zeigen, dass die japanischen Banken zu viele Kredite an «immergrüne» Unternehmen mit schwacher Rendite vergeben und so zu einer ineffizienten Wirtschaftsstruktur beitragen.

Auch dieses Problem ist in Europa nun angekommen. Die seit 2007 schwelende Krise hat in Südeuropa einen Berg an faulen Krediten hinterlassen: 2017 betrug der Anteil der als notleidend ausgewiesenen Kredite an der gesamten Kreditsumme in Griechenland 47 Prozent, in Zypern 34 Prozent, in Portugal 18 Prozent sowie in Italien 12 Prozent (Deutschland derzeit 2 Prozent).¹⁰ Die geldpolitischen Rettungsmassnahmen der EZB, die den Finanzmarkt eigentlich stabilisieren sollen, verschlimmern das Problem, weil sie die Marge zwischen Kredit- und Einlagezinsen (als wichtigste Einkommensquelle der Banken) drücken und so am Eigenkapital zehren. Und auch die wachsende Regulierung schafft Zombies. Beispielsweise sollten in Portugal höhere Eigenkapitalvorschriften die Stabilität der Banken sichern. Die Banken haben aber die Kreditvergabe an produktive Unternehmen reduziert, um die Eigenkapitalquote hoch zu halten. Hingegen erhalten sie Kredite an potenziell insolvente Unternehmen aufrecht, um gegenüber der Finanzmarktaufsicht ihre Risiken zu vertuschen.¹¹

In Kürze

Die dauerhafte Niedrigzinspolitik der Zentralbanken hat viele Unternehmen, Finanzinstitute und Staaten am Leben gehalten, die unter normalen Bedingungen längst bankrottgegangen wären. Als «lebende Tote» fristen sie ein von niedrigen Zinsen abhängiges Dasein.

Die Produktivität im Euroraum ist deshalb kaum gestiegen, die Ansprüche an die zu finanzierenden Sozialsysteme schon. Viele der über die letzten zehn Jahre entstandenen «Zombies» würden eine rasche Zinswende nicht überleben – ein Abwürgen des dezenten Wachstums brächte Zahlungsausfälle auf breiter Front.

Die EZB muss bedacht, aber entschlossen reagieren, um keine weitere gesellschaftliche und politische Polarisierung zu riskieren. (mw)

Zombiestaaten

Die Zombiebanken und Zombieunternehmen überleben langfristig nur dann, wenn die Zentralbanken die Zinsen niedrig halten und bei der Refinanzierung ein Auge zudrücken. Für anhaltend niedrige Zinsen sorgt die EZB mit den umfangreichen Anleihekäufen. Die nationalen Zentralbanken im Süden der Währungsunion akzeptieren zudem schlechte Sicherheiten für die Kreditvergabe an die Geschäftsbanken. Da die Geschäftsbanken immer mehr Staatsanleihen des jeweiligen Landes halten (statt an rentable Unternehmen Kredite zu vergeben), ist es auch entscheidend, dass die Finanzmarktaufsicht Staatsanleihen als risikolos einstuft. Dafür ist der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) mitverantwortlich, der vom italienischen EZB-Präsidenten Mario Draghi geleitet wird. Italienische Banken müssen derzeit kein Eigenkapital für das Halten von italienischen Staatsanleihen vorhalten, obwohl der italienische Staat mit 130 Prozent des Bruttoinlandsprodukts in der Kreide steht und bei einem Zinsanstieg wohl zahlungsunfähig wäre.¹²

Die Refinanzierung der nationalen Zentralbanken im Süden der Währungsunion wird auf Kosten des Nordens der Währungsunion über die Target2-Salden des Europäischen Systems der Zentralbanken sichergestellt.¹³ Die Target-Salden sind eine zinslose, in Dauer und Volumen unbegrenzte Kreditlinie für die Eurokrisenländer. Die Target2-Forderungen der Deutschen Bundesbank belaufen sich auf ca. 900 Milliarden Euro. Auf diesem Weg sind nun auch «Zombiestaaten» wie Italien¹⁴ entstanden, die nur überlebensfähig sind, weil die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank äusserst locker ist und die Target2-Salden nicht – wie in den USA – geschlossen werden müssen.

Abkehr von der Marktwirtschaft

Damit ist wohl auf Dauer keine ernsthafte Straffung der europäischen Geldpolitik zu erwarten. Die EZB ist eine Gefangene der Zombieunternehmen, Zombiebanken und Zombiestaaten, die sie selbst geschaffen hat. Die marktwirtschaftlichen Systeme nähern sich – versteckt und schleichend – den sogenannten «weichen Budgetrestriktionen» an, die der ungarische Ökonom Janos Kornai für die früheren mittel- und osteuropäischen Planwirtschaften beschrieben hat.¹⁵ Weil in den sozialistischen Staaten Bankrotte der staatseigenen Betriebe nicht erwünscht waren, gewährten die staatlich kontrollierten Banken bedingungslose Kredite.¹⁶ Die Verluste der Staatsbanken wurden durch die Notenpresse gedeckt.

Das Ergebnis war eine trügerische Stabilität: Zwar gab es keine Bankrotte, keine Arbeitslosigkeit und keine Krisen, aber aufgrund des fehlenden Wettbewerbs war die Innovationsfähigkeit der Planwirtschaften gering. Die Effizienz der Produktion blieb weit hinter den Marktwirtschaften des Westens zurück. Weil wenig – oft unter grosser Verschwendung – und am Bedarf der Bevölkerung vorbeiproduziert wurde, herrschten stetiger Mangel, Warteschlangen und Unzufriedenheit. Wachsende

wirtschaftliche und politische Instabilität bewirkten schliesslich den Kollaps.

Aus der Sicht der Ökonomen Joseph Schumpeter (1912) und Friedrich August von Hayek (1929)¹⁷ entsprechen der Abbruch von Investitionen und der Bankrott von Unternehmen in der Krise einem Reinigungsprozess, weil nicht oder wenig rentable Investitionsprojekte abgebrochen werden müssen («schöpferische Zerstörung»). Produktionsfaktoren werden freigesetzt, die im Verlauf des kommenden Aufschwungs in bessere Investitionsprojekte und Unternehmen eingebunden werden können. Stellen hingegen in der Krise die Zentralbanken grosse Mengen billiger Liquidität zur Verfügung, um Arbeitslosigkeit zu verhindern, dann bleiben Arbeit und Kapital in wenig rentablen Investitionsprojekten gebunden. Die durchschnittliche Rendite der Investitionsprojekte fällt und bleibt niedrig. Indem die Europäische Zentralbank in Europa immer mehr Zombies heranzüchtet, ebnet sie der schleichenden Rückkehr der Planwirtschaften den Weg.

Weil mit der sinkenden Effizienz der Unternehmen die Produktivitätsgewinne gegen null konvergieren (siehe Abb. 3), können die marktwirtschaftlichen Systeme, die nach dem Zweiten Weltkrieg die Basis für beachtliche Produktivitätsfortschritte und Wohlstand geschaffen haben, das hohe erreichte Wohlstandsniveau nicht mehr für alle sichern.¹⁸ Die Politiker, die sich darauf spezialisiert haben, Teile dieser Produktivitätsgewinne umzuverteilen, stossen an Grenzen. Um ihre grosszügigen Versprechungen zu halten, greifen sie – bewusst oder unbewusst – zur Notenpresse.

Die strukturellen Zinssenkungen gegen null¹⁹ und die immensen Ankäufe von Staatsanleihen schaffen den Staaten zwar kurzfristig Ausgabenspielräume.²⁰ Doch es wird die wirtschaftliche Basis der Umverteilung zerstört, weil die Anzahl der Zombies wächst und vor allem die Anzahl der rentablen Unternehmen sinkt. Hinzu kommen die Verteilungswirkungen der Geldpolitik, die einige wenige viel reicher und viele ärmer machen. Mit dem fehlenden Produktivitätswachstum können die Löhne nicht mehr für alle steigen. Insbesondere die Einstiegslohne für die jungen Menschen werden stetig abgesenkt. Der Anteil der Menschen in prekären Arbeitsverhältnissen nimmt zu. Die Alterssicherungssysteme werden ausgehöhlt.

Da nun immer weniger Menschen von der noch hohen Leistungsfähigkeit der Volkswirtschaften der Industrieländer profitieren, nimmt die Unterstützung für extreme Parteien am linken oder rechten Rand des politischen Spektrums längst zu. Nationalistische Tendenzen gewinnen an Dynamik, so dass die Abschottung der Märkte gefordert wird. Das reduziert die Produktivitätsniveaus weiter und höhlt den Wohlstand weiter aus.²¹

Conclusio

Die stetige geldpolitische Lockerung in Europa und der Welt hat eine zunehmende Anzahl von Zombieunternehmen geschaffen,

die den Wohlstand auffressen. Da die Stabilitäten von Unternehmen, Finanzinstituten und Staaten inzwischen eng miteinander verbunden sind, scheuen die Zentralbanken den geldpolitischen Ausstieg. Sie finanzieren stattdessen zusätzliche Staatsausgaben, die die negativen Wachstums- und Verteilungseffekte der Geldpolitik zu verdecken versuchen. Das ist ein hoffnungsloses Unterfangen, weil der Wohlstand der Nationen auf der Produktivität der Unternehmen und nicht auf Zombies beruht, die am Tropf der Zentralbanken hängen.

Ein Ausweg aus diesem Teufelskreis von expansiver Geldpolitik, negativen Wachstums- und Verteilungseffekten sowie zusätzlichen Staatsausgaben und Interventionen in den Wirtschaftskreislauf kann nur die Rückkehr zu marktwirtschaftlichen Prinzipien sein. Dies setzt eine stabile Währung und damit den Ausstieg aus den sehr lockeren Geldpolitiken voraus, wie er bisher nur von der US-amerikanischen Fed ernsthaft angegangen worden ist. Setzt sich bei den geldpolitischen Entscheidungsträgern Europas diese Einsicht durch, dann würde das auch den geldpolitischen Ausstieg in den USA erleichtern.

Da sich in den vergangenen 30 Jahren immense strukturelle Verzerrungen in Form zahlreicher Zombieunternehmen, Zombiebanken und Zombiestaaten aufgebaut haben, kann und wird der Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik nur langsam vonstattengehen können. Beispielsweise ist eine Zinserhöhung von 0,5 Prozentpunkten pro Jahr denkbar.²² Er muss gleichwohl entschlossen sein, um eine schrittweise Anpassung von Unternehmen, Finanzinstituten und Staaten an ein höheres Zinsniveau zu ermöglichen. Die Reprivatisierung des Wirtschaftslebens wäre mit nachhaltigen Produktivitätsgewinnen und einer Stärkung der Kaufkraft der Bürger verbunden. Nur so werden sich auch die westlichen Demokratien wieder stabilisieren. ◀

¹ Deshalb sind insbesondere in Europa die Finanzinstitute ins Hintertreffen geraten (siehe Abbildung 2b).

² Siehe Gunther Schnabl und Klaus Siemon: Der Bayer-Mosanto-Deal: Draghi hilft dreimal, Schäuble nur einmal bei der Umverteilung. In: ÖkonomenBlog: Stimme der wirtschaftlichen Vernunft vom 23.3.2017.

³ Mit der Einführung des Prinzips «Impairment Only» (Nur wenn der Firmenwert tatsächlich zurückgegangen ist, muss er abgeschrieben werden) in der amerikanischen und europäischen Rechnungslegung im Jahr 2004 haben die Unternehmen die Firmenwerte kaum mehr vermindert. Seit der Jahrtausendwende haben sich damit die Firmenwerte in den Bilanzen der DAX-Konzerne mehr als verdreifacht. Hätten die alten Abschreibungsregeln gegolten, dann wären die Gewinne der Unternehmen um 1,5 Billionen Euro niedriger ausgefallen. Vgl. Bernd Freytag: Gefährliche Bilanzkosmetik. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 10.2.2018.

⁴ Warum bei immer expansiveren Geldpolitiken die Konsumentenpreisinflation nicht gestiegen ist, erklärt der Autor hier: Die gefährliche Missachtung der Vermögenspreisinflation. Zur Wirkungslosigkeit von Inflationszielen als geldpolitischen Regelmechanismen. In: Leviathan 43, 2 (2015).

⁵ Ricardo Caballero, Takeo Hoshi und Anil Kashyap: Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan. In: American Economic Review 98, 5 (2008).

⁶ Siehe Toshitaka Sekine, Keiichiro Kobayashi und Yumi Saita: Forbearance Lending: The Case of Japanese Firms. In: Bank of Japan Monetary and Economic Studies 21, 2 (2003).

⁷ Vgl. Gerald Braunberger: Die Zombies bitten zum Duell. In: Fazit – das Wirtschaftsblog (FAZ). Web: blogs.faz.net/fazit/2018/01/17/die-zombies-bitten-zum-duell-9563/

⁸ Edward Kane: What Lessons Should Japan Learn from the U.S. Deposit-Insurance Mess? In: Journal of the Japanese and International Economics 7, 4 (1993).

⁹ Joe Peek und Eric Rosengren: Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan. In: American Economic Review 95, 4 (2005).

¹⁰ Roland Vaubel: Eine europäische Einlagensicherung ist gefährlich. In: Börsen-Zeitung 44, 3 (2018). Die Schätzungen des Volumens fauler Kredite basieren auf dem aktuellen Zinsniveau. Würden die Zinsen angehoben, potenzierten sich die faulen Kredite in allen Ländern – einschliesslich Deutschlands.

¹¹ Laura Blattner, Luisa Farinha und Francisca Rebelo: When Losses Turn into Loans: The Cost of Undercapitalized Banks. In: Job Market Paper. Web: scholar.harvard.edu/files/laurablattner/files/jmp_blattner_oct31.pdf (2017).

¹² Andreas Hoffmann und Gunther Schnabl: The Adverse Effects of Unconventional Monetary Policy. In: Cato Journal 36, 3 (2016).

¹³ Vgl. Hans-Werner Sinn und Timo Wollmershäuser: Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility. In: International Tax and Public Finance 19, 4 (2012).

¹⁴ Vgl. Andreas Freytag: Was ist der Europäische Fiskalpakt noch wert? Zombie-Banken finanzieren Zombie-Staaten. In: Wirtschaftswoche vom 31.10.2014.

¹⁵ Janos Kornai: The Soft Budget Constraint. In: Kyklos 39, 1 (1986).

¹⁶ Zu harten und weichen Budgetrestriktionen in China siehe Yingyi Quian und Chenggang Xu: Innovation and Bureaucracy under Soft and Hard Budget Constraints. In: Review of Economic Studies 65, 1 (1998).

¹⁷ Joseph Schumpeter: The Theory of Economic Development. Cambridge: Harvard University Press, 1934. Friedrich August von Hayek: Prices and Production. New York: August M. Kelly, 1931.

¹⁸ Vgl. Andreas Freytag und Gunther Schnabl: Monetary Policy Crisis Management as a Threat to Economic Order. In: Credit and Capital Markets 50, 2 (2017).

¹⁹ Larry Summers schreibt die sinkenden Zinsen einem exogen vorgegebenen Rückgang der Leistungsfähigkeit von Investitionen sowie einer Sparschwemme in den alternden Gesellschaften der Industrieländer zu. Die Krise fällt sozusagen vom Himmel. Vgl. Larry Summers: U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound. In: Business Economics 49, 2 (2014).

²⁰ Beispielsweise belaufen sich die Zinersparnisse für Deutschland seit 2007 auf insgesamt 290 Milliarden Euro. Siehe auch den Beitrag von Lars Feld auf S. 74 dieser Ausgabe.

²¹ In den 1950er bis 1990er Jahren war die Liberalisierung der Märkte im Zuge des europäischen Integrationsprozesses und des Ausbaus von GATT und WTO auf globaler Ebene das Rückgrat beträchtlicher Wohlstandsgewinne.

²² Vgl. Gunther Schnabl: Exit Strategies from Monetary Expansion and Financial Repression. Erscheint in: Cato Journal 38, 2 (2018).

Gunther Schnabl

ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Leipzig. Zuvor war er an den Universitäten Tübingen, Tokio, Stanford und Leuven tätig sowie als Advisor bei der Europäischen Zentralbank.