

Niedrigzinsen – Folgen und Gefahren

Prof. Dr. Dirk Meyer

*Institut für Volkswirtschaftslehre, Lehrstuhl für Ordnungsökonomik,
Helmut-Schmidt-Universität, Hamburg*

Die – gemessen am Leitzins der Europäischen Zentralbank – expansive Geldpolitik hat zu Niedrigzinsen geführt. Unter Berücksichtigung der Inflationsrate und des Zinsabschlags ergeben sich für Spareinlagen und Bundesanleihen negative Renditen, sprich Substanzverluste. Der Beitrag stellt diese Entwicklung in einen historischen Zusammenhang.

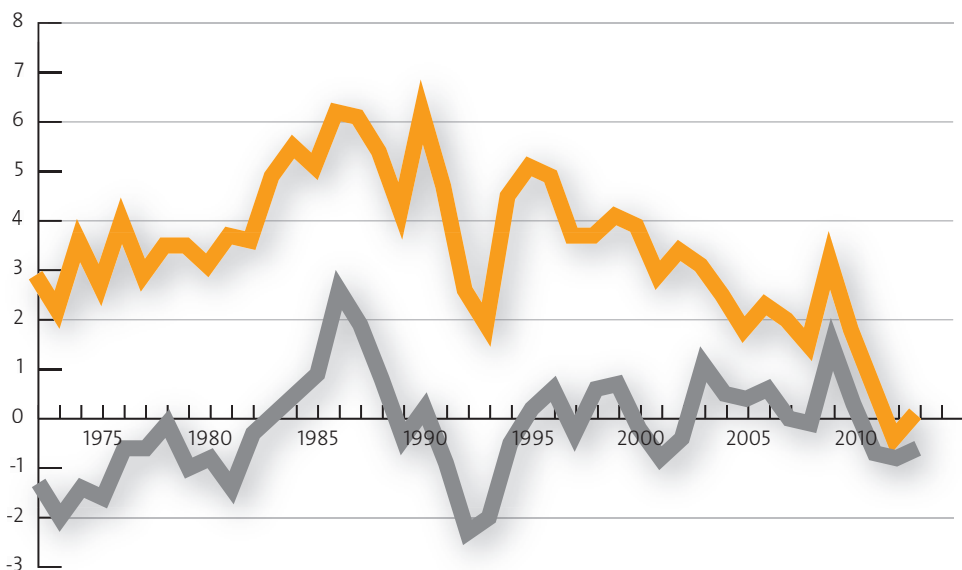
Der Zins als Preis für die zeitliche Kapitalüberlassung differiert nach Fristigkeit und Risiko des Zahlungsausfalls. Welches ist der hier zugrunde gelegte relevante Zins? Der Leitzins bietet eine wichtige Orientierung, da er die Refinanzierungskosten der Geschäftsbanken mitbestimmt. Die Einlagenverzinsung für die Guthaben der Haushalte und Unternehmen ist ein weiterer Zins, von dem die Refinanzierung der Geldinstitute abhängt. Auf der Finanzierungsseite bilden die Kreditzinsen den Rahmen für die an Unternehmen und Konsumenten vergebenen Ausleihungen. Für Anlageentscheidungen haben wiederum der Zins für Spareinlagen und die Rendite von Staatspapieren einen wichtigen Bezugswert, da diese Anlagen allgemein als risikolos gelten. Alternativ stehen die Dividendenrendite sowie die Rendite vermieteter Immobilien im Fokus der Anleger.

Die Faktenlage: Negativer Realzins

Die Realrendite von Finanzanlagen ist bereits seit Ende der 1980er Jahre rückläufig (Abbildung). Bei einer Rücknahme des Hauptrefinanzierungssatzes von 1,5 Prozent im Juli 2011 auf derzeit 0,05 Prozent und einer im gleichen Zeitraum rückläufigen Inflationsrate für Deutschland von 2,9 Prozent auf 0,8 Prozent im Oktober 2014 sank die reale Rendite einer Bundesanleihe mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren von 0,7 auf etwa null Prozent.¹ Zeitweise fiel die Rendite sogar ins Negative; für einjährige Staatspapiere gilt dies durchgängig ab 2010. Keinesfalls ungewöhnlich sind negative Realzinsen hingegen für Spareinlagen. Seit 1972 finden sich mehrjährige Phasen, in denen Anleger reale Einbußen hinnehmen mussten.

¹ Vgl. dazu und im Folgenden die Zinsstatistiken der Deutschen Bundesbank (www.bundesbank.de).

Realzinsen für Bundesanleihen und Spareinlagen in Prozent



Quelle: Deutsche Bundesbank

- Bundesanleihen mit jährlicher Kuponzahlung und einer Restlaufzeit von 10 Jahren
- Spareinlagen mit dreimonatiger Kündigungsfrist

Die nominalen Kreditzinsen für Unternehmen und Haushalte sind demgegenüber nicht in gleichem Umfang gefallen. Die Renditen für Unternehmenskredite über eine Million Euro fielen von 4,0 Prozent im Juli 2011 auf 2,4 Prozent im September 2014. Parallel sank die Effektivverzinsung bei Konsumentenkrediten lediglich von 5,8 Prozent auf 4,8 Prozent. Insofern betrifft der Niedrig- und Negativzins vornehmlich den Geldmarkt sowie die Verzinsung von Staatspapieren.

Realer Vermögensabbau – erschwerte Zukunftsvorsorge

Der Niedrigzins führt in mehreren Fällen zu einem realen Vermögensabbau, was sich beispielsweise für einen alleinstehenden, konfessionsgebundenen Selbständigen mit einem Geldvermögen von 150 000 Euro an folgender Rechnung zeigt: Eine Anlage von 100 000 Euro in eine 10-jährige Bundesanleihe mit einer Verzinsung von 1 Prozent sowie von 50 000 Euro als Spareinlage mit einer Verzinsung von 0,15 Prozent führt zu Zinserträgen von jährlich 1 075 Euro. Nach Abzug des Freibetrags von 801 Euro fallen auf den steuerbaren Kapitalertrag von 274 Euro Zinsabschlagsteuer, Solidaritätszuschlag sowie Kirchensteuer in Höhe von 28,6 Prozent oder 78,36 Euro an. Dem Netto-Kapitalertrag von 996,36 Euro steht bei einem Kaufkraftverlust von 0,8 Prozent ein inflationsbedingter Vermögensverlust von 1 200 Euro entgegen. Der

Substanzverlust beträgt mithin 203,64 Euro; das entspricht einer Negativrendite von minus 1,36 Prozent.

Damit mindert die Inflation in Verbindung mit dem Niedrigzins nicht nur den Wertzuwachs, sondern verkehrt ihn sogar ins Gegenteil. Da diese Verluste auch noch ertragswirksam besteuert werden, verstößt dieser Tatbestand im wirtschaftlichen Sinne gegen die Eigentumsgarantie des Artikel 14 im Grundgesetz beziehungsweise Artikel 17 der Charta der Grundrechte der EU. Das Bundesverfassungsgericht hält jedoch nach einer Entscheidung aus dem Jahr 1978 zur Besteuerung der Zinsen aus Einlagen bei Kreditinstituten am sogenannten Nominalwertprinzip fest. Deshalb wäre der Gesetzgeber gefordert, eine entsprechende Änderung zur Aussetzung der Besteuerung von Kapitaleinkünften zu formulieren, die auf Inflationseffekten beruhen.

Betroffen ist insbesondere die Mittelschicht, die außer Immobilien mit derzeit geringer Rendite wenige Möglichkeiten zu Realinvestitionen oder Geldanlagen im Ausland hat. Klassische Anlageformen wie Sicht- und Sparguthaben sowie festverzinsliche Wertpapiere dominieren mit einem Anteil von etwa 45 Prozent das bundesdeutsche Geldvermögen. Bei einem Nettogeldvermögen von 3 574 Milliarden Euro am Jahresende 2013 und einem Rückgang des Kapitalmarktzinses um drei Prozentpunkte gegenüber 2007 beträgt der kalkulierte jährliche Einkommensverlust der Sparer an nominal entgangenen Zinserträgen etwa 107 Milliarden Euro.

Diese Entwicklung hat Konsequenzen für die Ersparnisbildung. Mit dem Rückgang der Zinsen sank die Sparquote privater Haushalte von 12,7 Prozent im Jahr 1991 auf 9,1 Prozent im Jahr 2013. Sparen, das heißt auch freiwillige Zukunftsvorsorge, lohnt nicht mehr im gewohnten Umfang. Dies führt für die Berufsgruppe der Selbständigen und Freiberufler zu Problemen, die eine kapitalgedeckte Altersvorsorge vornehmen müssen. Über die Betriebsrenten und die Zusatzaltersvorsorge des Riester-Sparens sind jedoch auch weitere Bevölkerungsgruppen betroffen.

Anlagennotstand

In akute Schwierigkeiten geraten die Anbieter entsprechender Produkte. Geldinstitute, die langlaufende, teilweise mit steigenden Zinssätzen versehene Sparverträge erfüllen müssen, können ihre Zinsversprechen nicht mehr ohne Weiteres bedienen. Außerdem ist ihre Zinsspanne bei Fristentransformation – kurzfristige Anlagegelder werden langfristig ausgeliehen – als vormals wichtige Ertragsquelle stark reduziert. Bausparkassen kündigen deshalb Altverträge. Auch Lebensversicherer, die für ihre Altverträge bis zum Jahr 2000 noch einen Garantiezins von 4 Prozent gewährleisten müssen, können nicht mehr die erforderlichen Renditen erzielen.² Obwohl der Garantiezins aktuell auf 1,75 Prozent reduziert wurde, liegt

² Der Garantiezins sank von 4 Prozent (2000) auf 3,25 Prozent (2000–2004), 2,75 Prozent (2004–2006), 2,25 Prozent (2007–2012) und beträgt seither 1,75 Prozent. Ab 2015 wird er nochmalig auf 1,25 Prozent abgesenkt.

diese Zusicherung über alle Verträge gerechnet immer noch bei 3,2 Prozent. Aufsichtsrechtliche Vorgaben und Auszahlungsverpflichtungen machen die Anlage zu hohen Anteilen in deckungsstockfähige, erstklassige Zinstitel hinsichtlich Bonität, Rentabilität und Liquidität notwendig. Bei Renditen von ein bis zwei Prozent in dieser Anlagenklasse laufen die Versicherer Gefahr, ihre Zusagen nicht dauerhaft halten zu können.

Deshalb fordert die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) seit 2011 von den Lebensversicherern Einstellungen in eine Zinszusatzreserve. 2014 werden die Unternehmen acht bis zehn Milliarden Euro zusätzliche Rückstellungen bilden müssen, die nach dem europäischen Aufsichtsrecht Solvency I das Eigenkapital mindern. Dies entspricht einer Aufstockung der bisherigen Vorsorge um etwa 50 Prozent.³ Bereits jetzt hat die BaFin Anträge von mehreren Versicherungen vorliegen, die eine zeitweise Aussetzung dieser Ausschüttungspflichten beziehungsweise Gewinngutschriften an Kunden verlangen. Die gesetzliche Neuregelung der Umverteilung der Überschussbeteiligung von Altverträgen zu Neuverträgen kommt einer Enteignung gleich.⁴ Seit Kurzem erleichtert die europäische Versicherungsaufsicht EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) die Anlage in Hochzins-„Schrottpapiere“: eine Entlastung auf Kosten von Sicherheit.

Betriebsrenten als Konkursauslöser

Zugleich werden die Betriebsrenten für die Unternehmen zu einer immensen Belastung. 2014 steigen die Pensionsverpflichtungen der DAX-30-Unternehmen um voraussichtlich 17 Prozent auf 353 Milliarden Euro.⁵ Demgegenüber stieg das Planvermögen nur um 8 Prozent auf 213 Milliarden Euro. Derzeit gelten lediglich 61 Prozent der Anwartschaften der Pensionszusicherungen der DAX-Unternehmen als abgesichert; für im M-DAX geführte Unternehmen ging der Ausfinanzierungsgrad auf 48 Prozent zurück.⁶ Im Durchschnitt aller DAX-Unternehmen beträgt der Anteil der Pensionsverpflichtungen an der Bilanzsumme 15 Prozent, gemessen am Eigenkapital 55 Prozent.⁷

Diese Entwicklung hat gravierende Folgen, wie sich am Beispiel der Lufthansa zeigen lässt:⁸ Bei einer Bilanzsumme von 29,1 Milliarden Euro haben die Pensionsrückstellungen für Verpflichtungen aus laufenden Pensionen sowie Anwartschaften

3 Vgl. Philipp Krohn, Lebensversicherer müssen noch größere Reserven bilden, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 11. November 2014, Seite 25.

4 Siehe den neu gefassten § 153 Versicherungsvertragsgesetz (VVG). Politisch ließe sich die Neuregelung mit der Umverteilung von zinsenkungsbedingten Bewertungsgewinnen auf das gesamte Versichertenkollektiv rechtfertigen.

5 Vgl. Mercer Deutschland, Niedrigzins: Pensionsverpflichtungen im DAX 30 steigen um 52 Milliarden Euro, Presseinformation vom 18. November 2014, Frankfurt. Dies ist gegenüber 2008 eine Steigerung von 86 Prozent.

6 Vgl. Markus Frühauf, Anleger flüchten in Bundesanleihen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 8. August 2014, Seite 23.

7 Vgl. Thomas Mayer, Die Zeitbombe – Der Streit um die Pensionsansprüche der Piloten ist erst der Anfang, in: Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, 2. November 2014, Seite 28.

8 Die nachfolgenden Daten wurden dem Geschäftsbericht 2013 entnommen. Vgl. Lufthansa (Hrsg.), Geschäftsbericht 2013, Köln 2014.

auf zukünftige Pensionen einen Umfang von 4,7 Milliarden Euro. Sie ergeben sich als Differenz des Barwertes der Pensionsverpflichtungen in Höhe von 15 Milliarden Euro und dem Zeitwert des Planvermögens von 10,3 Milliarden Euro. Der Vermögensstock wird etwa zur Hälfte vom Lufthansa Pension Trust verwaltet. Er setzt sich aus Aktien (32,6 Prozent), Staatsanleihen (18,9 Prozent), Unternehmensanleihen (25 Prozent), kurzfristigen Anlagen (8 Prozent), Immobilien (4,4 Prozent) und sonstigen Anlagen (11 Prozent) zusammen.

Entscheidenden Einfluss auf den Ausfinanzierungsgrad beziehungsweise die Höhe der Pensionsrückstellungen hat zum einen die Bewertung des Vermögensstocks, zum anderen der Kalkulationszinssatz, mit dem die zukünftigen Rentenansprüche auf den heutigen Zeitpunkt abgezinst werden. Je höher dieser Zinssatz angesetzt wird, desto mehr Vermögenserträge fließen in die Rechnung ein und desto leichter wird es, diese Rentenansprüche zu erfüllen: Der Gegenwartswert dieser Verpflichtungen kann entsprechend niedrig angesetzt werden. Gemäß dem Geschäftsbericht der Lufthansa basiert der „für die Abzinsung der jeweiligen künftigen Zahlungsverpflichtungen verwendete Zinssatz ... auf der Rendite hochwertiger, währungskongruenter Unternehmensanleihen mit einer vergleichbaren Laufzeit“.⁹ Trotz unterschiedlicher Ferne der altersabhängigen Leistungsansprüche wurde er einheitlich mit 3,75 Prozent angenommen. Darüber hinaus wird diese Rendite derzeit weder von Unternehmensanleihen (3,5 Prozent) noch von Aktien der Dax-Unternehmen (3,4 Prozent) erreicht. Mit höchster Bonität bewertete Staatsanleihen und Immobilien rentieren nur mit ein bis zwei Prozent, wohingegen die Verzinsung kurzfristiger Finanzanlagen gegen null geht. Bei entsprechender Anlagengewichtung ergibt sich aktuell eine durchschnittliche Rendite von etwa 2,3 Prozent.

Zukünftig dürften die Aktienrenditen eher sinken. Da das Unternehmen ab 2016 außerdem vermehrt Rentenzahlungen leisten muss, dürfte eine Verschiebung hin zu den liquiden, risikoarmen und daher niedrig verzinsten Anlagen stattfinden. Damit würde der Kalkulationszinssatz drastisch sinken. Bei einer Rendite von 1,8 Prozent und einer Rentenbezugsdauer von zwanzig Jahren¹⁰ würde der Barwert heutiger Verpflichtungen von 15 Milliarden Euro auf etwa 21,9 Milliarden Euro hochschnellen. Dies hätte eine Steigerung der Pensionsrückstellungen von 4,7 Milliarden Euro auf 11,6 Milliarden Euro zur Folge. Bei einem derzeit ausgewiesenen Eigenkapital von 6,1 Milliarden Euro würde diese realistische Neuberechnung zu einer Überschuldung von 0,8 Milliarden führen. Der Lufthansa-Konzern müsste Konkurs anmelden.

⁹ Ebenda, Seite 150.

¹⁰ Diese für die Berechnung wichtige Annahme konnte dem Geschäftsbericht der Lufthansa nicht entnommen werden. Das Unternehmen verwendet als biometrische Rechnungsgrundlage die gebräuchlichen Richttafeln 2005 G der Heubeck AG. Die durchschnittliche Rentenbezugsdauer betrug laut Rentenversicherung in den alten Bundesländern im Jahr 2013 für Frauen 21,0 und für Männer 17,2 Jahre. Da Piloten der Lufthansa zurzeit mit 55 Jahren in den vorgezogenen Ruhestand wechseln können, werden 20 Rentenjahre als realistisch angenommen.

Schuldenfalle des Niedrigzinses

Auf der anderen Seite können die Kreditnehmer in eine Schuldenfalle aufgrund niedriger Zinsen geraten.¹¹ Ein niedriger Zins gibt Anreize zu einer vermehrten Verschuldung, eine Bilanzbereinigung um faule Kredite bei Banken unterbleibt, und für Unternehmen erscheinen Investitionen eher rentabel als bei höherem Zins. Eine Haushaltskonsolidierung wird nicht so dringlich, da relativ niedrige Zinslasten Spielräume für eine Nettoneuverschuldung eröffnen. So ist die durchschnittliche Verzinsung deutscher Staatsschulden von 4 Prozent im Jahr 2007 auf 2,5 Prozent im Jahr 2013 gesunken. Legt man das Zinsniveau von 2007 zugrunde, ergibt sich bei einer öffentlichen Verschuldung von 2 165 Milliarden Euro rein rechnerisch eine jährliche Ersparnis von rund 30 Milliarden Euro.¹²

Die Risiken öffentlicher Haushalte¹³ spiegeln sich in der Schuldenstandsquote als Quotient von Staatsschulden und Bruttoinlandsprodukt (BIP) wider. Diese bleibt nur dann konstant, wenn das BIP mit der gleichen Rate wie die Staatsschulden wächst. Bei einer Nettoneuverschuldung von null wird dies erreicht, wenn der durchschnittliche Zinssatz der Staatsschuld mit der Wachstumsrate des BIP übereinstimmt. Bei im langfristigen Trend eher sinkenden Wachstumsraten und wieder ansteigenden Zinssätzen käme es deshalb zu einem Anstieg der Schuldenstandsquote. Neben den Vorgaben des reformierten Stabilitäts- und Wachstumspaktes (Sixpack) auf EU-Ebene zieht die nationale Schuldenbremse (Artikel 109 und 115 Grundgesetz) besonders hart. Hiernach gelten Zinsausgaben als strukturell. Sind die Verschuldungsspielräume bereits jetzt ausgeschöpft, würde ein Zinsanstieg erheblichen Konsolidierungsdruck erzeugen, der nur über einen Primärüberschuss zu lösen ist.¹⁴

Gefahren für die Finanzmarktstabilität

Der Anlagennotstand führt zum Engagement in risikobehaftetere Anlagen. Fremdwährungsanleihen, Unternehmensanleihen und Schwellenländeranleihen gewinnen Attraktivität. Mit diesen stark ausfallgefährdeten Hochzinsanleihen lassen sich Renditen von acht Prozent erwirtschaften. Seit 2007 ist dieses Segment um 300 Prozent gewachsen und umfasst derzeit zehn Prozent des gesamten Kreditmarktes.¹⁵ Ebenfalls wächst der Markt für riskante Bankanleihen. Die im Liquidationsfall nachrangigen Tier-1-Pflichtwandelanleihen, die als langfristige Schuldverschreibungen zum Kernkapital rechnen, rentieren zwischen fünf und sechs Prozent.

11 Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 84. Jahresbericht 2013–2014, Basel 2014, Seiten 73 ff.

12 Vgl. Ferdinand Fichtner, Niedrigzinsen sind sinnvoll, können Probleme in Europa aber nicht alleine lösen, in: Wirtschaftsdienst, 94. Jahrgang (2014), Heft 9, Seite 620.

13 Vgl. Jens Boysen-Hogrefe/Nils Jannsen, Wo liegen die Gefahren niedriger Zinsen?, in: Wirtschaftsdienst, 94. Jahrgang (2014), Heft 9, Seiten 616 f.

14 Der Primärüberschuss eines Haushaltes ist die Differenz aus den Einnahmen des Staates abzüglich Vermögensveränderungen und den Ausgaben ohne den Zinsendienst.

15 Vgl. Institut der deutschen Wirtschaft (Hrsg.), Jäger des verlorenen Zinses, in: iwd-Informationen, Nr. 31/2014 vom 31. Juli 2014, Seite 7.

Der Anlagennotstand, eine höhere Risikoneigung und die Schuldenfalle sind Faktoren, die die Finanzmarktstabilität stören.¹⁶ Zugleich sinkt die Risikowahrnehmung der Kreditgeber. Liquiditätsgetriebene, steigende Vermögenspreise auf den Immobilien- und Aktienmärkten führen zu einer Überbewertung von Kreditsicherheiten. Gleichzeitig werden bei vermeintlich positiven Wachstumsaussichten Beleihungsgrenzen und Vergabestandards gesenkt. Der Anteil spekulativ motivierter Kredite für den Erwerb von Vermögensanlagen wächst.

Die Gefahren für die Finanzmarktstabilität werden bei einem Umschwenken der Geldpolitik real, weshalb die Notenbank eine Zinswende hinauszögern wird. Aufgrund der langen Wirkungsverzögerung der Geldpolitik ist dies zugleich problematisch. Im Blickpunkt der Europäischen Zentralbank dürften die kurzfristigen Belastungen stehen. Nach einer langen Niedrigzinsphase sind die Zinssenkungen auch bei den langlaufenden Anlagen angekommen, und die Akteure haben sich entsprechend angepasst. Steigende Zinsen lassen die Vermögenswerte abrupt sinken; Wertberichtigungen in hohem Umfang wären kurzfristig die Folge. Die Aktivseite der Bilanzen schrumpft.

Insbesondere Versicherer und Banken, aber auch spekulativ motivierte Anleger wären hiervon betroffen. Langfristig ertraglose Investitionen erweisen sich im Nachhinein als eine Fehlallokation von Kapital. Einer Prolongation von Unternehmenskrediten zu steigenden Zinsen fehlt die Annuität aus produktiver Wertschöpfung. Überschuldungen insbesondere im Unternehmenssektor dürften vermehrt auftreten. Darüber hinaus zeigt der Transmissionsmechanismus bei einem Wechsel hin zu einer kontraktiven Geldpolitik zunächst Wirkungen bei den kurzfristigen Zinsen. Aufgrund der Fristentransformation bei Banken kommt es hier zu besonderen Problemen einer inversen Zinsstruktur. Die Refinanzierungskosten steigen bei gleichbleibenden Erträgen auf der Forderungsseite. Totalausfälle bei Unternehmens- und Hauskrediten aufgrund von Insolvenzen dürften zusätzlich das Eigenkapital des Geschäftsbankensektors belasten. Eine erneute Bankenkrise wäre unter diesen Voraussetzungen durchaus wahrscheinlich.

Besteht Handlungsbedarf?

Die Feststellung eines möglichen Handlungsbedarfs hängt von den Erklärungsansätzen eines Niedrigzinses ab. Die monetäre Zinstheorie sieht die Geldpolitik der Zentralbank als wesentlichen Einflussfaktor. Eine Geldmengenerhöhung sowie die Senkung des Leitzinses wirken sich über den Transmissionsmechanismus auf die verschiedenen Märkte, zum Beispiel auf den für Unternehmenskredite und den für Immobilienfinanzierung, zinssenkend aus. Der Realzins kann so offensichtlich zumindest kurzfristig beeinflusst werden. Die reale Zinstheorie hingegen stellt auf den Realzins ab. Dieser hängt einerseits von der positiven Zeitpräferenz der Wirtschaftssubjekte ab; Sparen als heutiger Konsumverzicht muss entlohnt werden.

¹⁶ Vgl. Jens Boysen-Hogrefe/Nils Jannsen, a. a. O. Seiten 617 f.

Andererseits hängt die Kreditnachfrage vom sogenannten natürlichen (Real-)Zins ab, der auf *Knut Wicksell* zurückgeht und der sich aus der Grenzproduktivität des Kapitals, den Güterpreisen und der Gewinnbesteuerung ergibt. Der Notenbank fällt hiernach die Aufgabe zu, den Leitzins entsprechend dem natürlichen Zins so anzupassen, dass die Inflation gering bleibt. Die Geldpolitik übernimmt langfristig keine aktive Rolle.

Aufgrund der Vorsorgeaktivitäten einer im Durchschnitt alternden Gesellschaft ist das Angebot an Sparkapital groß. Für Deutschland kommt der „sichere Euro-Hafen“ hinzu, der für risikoaverse Kapitalanleger aus anderen Euro-Staaten interessant ist. Diese Kapitalschwemme trifft auf eine eher geringe Nachfrage nach Kapital. Ursache ist die Konsolidierung der Staatshaushalte. Hinzu tritt eine relativ geringe Kreditnachfrage der Unternehmen. Aufgrund hoher Wertberichtigungen im privaten Sektor infolge der Finanzmarktkrise haben manche Unternehmen eine reduzierte Schuldentragfähigkeit. Die von der Zentralbank angebotene Liquidität muss deshalb ungenutzt bleiben.¹⁷ Darüber hinaus verhindern Reformblockaden insbesondere in den südeuropäischen Ländern und wieder zunehmende Regulierungen in Deutschland – beispielsweise im Energiesektor und im Immobiliensektor sowie die Einführung eines Mindestlohns – rentable Investitionen.

Die genannten Gründe stützen die Prognose eines dauerhaft niedrigen Kredit- und Geldmarktzinses. Da die Geldpolitik auf diesem Gebiet zumindest langfristig ohne Einfluss ist, ein staatliches Ausgabenprogramm ordnungspolitisch zweifelhaft und hinsichtlich der Schuldengrenze kaum durchsetzbar ist, bleibt der dringende Aufruf zum Abbau von Reformblockaden.

17 Richard Koo verwendet den Begriff der Bilanzrezession. Er diagnostiziert keine Bilanzrezession für Deutschland, Italien und Griechenland. Dagegen sieht er die Bedingungen für Spanien, Portugal und Irland als erfüllt. Vgl. Richard C. Koo, The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics, in: *Real-World Economics Review*, Nr. 58 (2011), Seiten 25 ff.

- **Die „schwarze Null“**
Haushaltsdisziplin oder Spar-Mythos?
- **Ludwig Erhard**
im Dritten Reich
- **Weltkonjunktur**
Analyse und Ausblick
- **Europäische Geldpolitik**
Über Deflation und Niedrigzinsen
- **Ludwig-Erhard-Preis**
für Wirtschaftspublizistik 2014

