# Die Funktionsbedingungen einer resilienten Wirtschaft

**ELKE MUCHLINSKI**

**Elke Muchlinski**, Berlin School of Economics and Law[1], E-Mail: elke.muchlinski@fu-berlin.de

**Zusammenfassung:** Das Jahr 2022 – ein *Zeitenumbruch.* Inwiefern ist dieser Zeiten*umbruch* mit einem gesellschaftlichen Gestaltungswillen verbunden? Der vorliegende Artikel will Argumente dafür liefern, diesen Zeiten*umbruch* im aktiven Sinne zu verstehen – als Ausdruck der *kooperativen Gestaltung* und des effektiven Handlungswillens einer „resilienten Gesellschaft" (Brunnermeier 2021). Die resiliente Wirtschaft zeichnet sich durch Mut zum Erproben neuer Handlungsfähigkeiten aus, um auf wirtschaftliche Schocks flexibel zu reagieren. Ich möchte vorschlagen, den Zeiten*umbruch* als Gestaltungsfähigkeit, mithin als eine Form des resilienten Handelns, zu verstehen.

Der globale exogene Schock der COVID-19-Pandemie mit den sehr unterschiedlichen wirtschaftlichen Konsequenzen für einzelne Volkswirtschaften und die seit Februar 2022 exogen provozierte, derzeit noch geographisch begrenzte neue Situation des nicht berechtigten Angriffskriegs auf einen europäischen Staat zeigen zudem, dass habituelle Handlungsmuster von Deutschland im Kontext der Europäischen Währungsunion und Europas neu definiert werden müssen.

Diese Zeiten des Umbruchs beinhalten die Konzeptionalisierung des Pfades zu einer resilienteren Wirtschaft. Aus diesem Grunde wird retrospektiv auf Umbrüche in der Vergangenheit und auf Theorieinnovationen rekurriert, um in einer neuen Perspektive die effektive Kooperation zwischen dem Staat, den Akteuren in den Märkten und der Zentralbank zu verstehen. Das Versagen der westlichen Regierungen findet seinen Ausdruck in dem Verzicht auf die produktive und effektive Planung und Kooperation von Markt, Staat und Zentralbanken, so John Maynard Keynes im Jahr 1932 (1982f). Dass die Folgen von Pandemien und Kriege nicht mit dem Mantra ‚Sparen, sparen, sparen!' zu beeinflussen sind, betonte auch Keynes, dessen Lebenskontext die wirtschaftlichen Folgen des Ersten und des Zweiten Weltkrieges umfasste.

**Summary:** The year 2022 – a turning point in time. To what extent is this turning point connected with a social will to shape things differently? This article aims to provide arguments for understanding this transition in an active sense – as an expression of the cooperative design and effective will to act as a "resilient society"

→ JEL classification: E42, E52, E58, E61, E62, E63
→ Keywords: Resilient society, economic shocks, coordination, markets, central banks

1 PD Dr. Elke Muchlinski, Berlin School of Economics and Law (https://www.hwr-berlin.de/hwr-berlin/ueber-uns/personen/465-elke-muchlinski/). Ich danke Philipp Lindemann für wertvolle Hinweise zu dieser finalen Version des Manuskripts.

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71

Downloaded from Brill.com | 09/09/2025 | 10:39:43 | 128.162.162 on 2025-09-09 22:39:43
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

(Brunnermeier 2021). The resilient economy is characterized by the courage to try out new capabilities in order to react flexibly to economic shocks. I would like to suggest understanding the turning point as a chance, and, therefore, as an opportunity for action to gain more resilience. The global exogenous shock of the COVID-19 pandemic with the very different economic consequences for individual economies and the new situation of the unjustified war of aggression against a European state, which has been exogenously provoked since February 2022 and is currently still geographically limited, also show that common patterns of behavior and action in Germany need to be readjusted in the context of European Monetary Union and Europe. These times of turning times involve conceptualizing the path to a more resilient economy. For this reason, retrospective reference is made to turning points in the past and to theoretical innovations in order to understand the effective cooperation between the state, the actors in the markets and the central bank from a new perspective. According to John Maynard Keynes in 1932 (1982f), the failure of Western governments finds its expression in the renunciation of productive and effective planning and cooperation between market, state and central banks. Keynes, who experienced the economic consequences of the First and Second World Wars, also emphasized that the consequences of pandemics and wars cannot be influenced by acting according to the mantra 'save, save, save!'.

## 1 Einführung

Der globale exogene Schock der COVID-19-Pandemie mit den in hohem Maße unterschiedlichen wirtschaftlichen Konsequenzen für einzelne Volkswirtschaften führte zum Einsatz von umfassenden Fiskalprogrammen der Regierungen weltweit und von Liquiditätsprogrammen der Zentralbanken. Es sind monetäre und fiskalische Instrumente und Wechselwirkungen, die in diesem Artikel retrospektiv und prospektiv untersucht werden sollen.

Die Untersuchung wird in den im Folgenden dargestellten Abschnitten durchgeführt. Der zweite Teil unternimmt eine Präzisierung des Begriffs der resilienten Gesellschaft mit einem Rekurs auf das *Konzept der Fähigkeit zum Handeln*. Es soll gezeigt werden, dass ein Zeiten*umbruch* die Fähigkeit des resilienten Handelns umfasst. Der dritte Teil pointiert Keynes Vorschläge für ein kontinuierliches Handeln basierend auf den strategischen Koordinationen der verschiedenen Akteure zum Zwecke der planvollen Verbesserung der wirtschaftlichen Entwicklungsbedingungen und der Überwindung der Kriegsfolgen. Vor diesen Hintergrund wird eine Perspektivierung in Bezug auf die Europäische Währungsunion (EWWU) vorgenommen. Der vierte Abschnitt diskutiert Keynes' innovative Vorschläge für die Bank of England (BoE) unter Einbeziehung eines Textes aus dem Jahr 1942, in dem er eine neue Lesart vorstellt. Als Mitglied des Macmillan Committee legte er weitreichende Vorschläge vor, die für das aktuelle Handeln von Zentralbanken relevant sind. Der fünfte Teil erörtert das Zusammenspiel von Markt, Staat und Zentralbanken im Zeiten*umbruch*. Im sechsten Abschnitt schließt sich eine Betrachtung zu den Konsequenzen des Zeiten*umbruchs* in Deutschland für die europäische Zusammenarbeit an. Im siebenten Teil werden die Ausführungen der vorangehenden Kapitel resümiert.

## 2 Resilienz als handlungswirksamer Wunsch

„The Courage to Act" – Bernanke (2017)

Brunnermeier erörtert in „Die resiliente Gesellschaft" das Konzept der Resilienz in einer Analogie zu der Fabel „Die Eiche und das Schilfrohr" des französischen Dichters Jean de La Fontaine (2021,



DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71
Generated for Hochschule für angewandtes Management (Hochschule für angewandtes Management) on 2024-09-12 12:12:42
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

13)[2]. Er führt aus, dass es angesichts der verschiedenen Definitionen von Resilienz in den Wissenschaften für die Volkswirtschaftslehre sinnvoll ist, über die Einordnung von Schocks als ‚externe Effekte' hinaus eine resiliente Wirtschaft in breiterem Sinne auch im Rahmen eines neuen Gesellschaftsvertrags zu definieren. Dazu muss der forschende Blick auch auf das Verhalten von Wirtschaftsakteuren gelenkt werden. Resilienz beinhaltet über die Fähigkeit zur Änderung des Verhaltens hinaus auch die Neudefinitionen von makroökonomischen Variablen, um die notwendigen Anpassungen vornehmen zu können. „Ich werde in diesem Buch die These vertreten, dass bei der Gestaltung einer Post-Corona-Gesellschaft die Resilienz wie der Polarstern zur Orientierung dienen kann" (Brunnermeier 2021, 16). Resilienz beinhaltet somit flexible Verhaltensmuster und eben nicht das Verharren in dem Habitus ‚weiter so' oder ‚wir haben ja unsere Regeln'. Ich möchte ergänzend zu dieser These argumentieren, dass Resilienz ein Ausdruck eines handlungswirksamen Willens und der mentale Anker für die Fähigkeit ist, eine Situation zu transformieren.

Verstehen wir Zeiten*umbruch* als einen *Pfad* in eine resilientere Ökonomie, dann lässt sich sagen, dass der Begriff des Zeiten*umbruchs* eine Prozesskategorie ist. Der Resilienz impliziert aus meiner Sicht die Fähigkeit, *aktiv zu sein*, und generiert so den Mut zum Handeln, „the courage to act", wie dies Bernanke formulierte (2017).

Resilienz ist kontextuell imprägniert und beschreibt zahlreiche Dimensionen unterschiedlicher Ereignissen in distinkten Raum- und Zeitkoordinaten. Der von Martha Nussbaum (1988) in Anlehnung an Amartya Sen modifizierte Begriff der Capability beschreibt *Fähigkeit* als eine anthropologische Konstante. Sie erweitert Immanuel Kants Menschenbild als ein rationales Wesen und verknüpft den Begriff der *Fähigkeit* mit den Voraussetzungen für dessen Verwirklichung. Sie betont, grundlegende menschliche Fähigkeiten bedürfen einer Umgebung, um sich zu entfalten. Nur Kontexte, die die Fähigkeiten von Menschen *nicht* einschränken, sind Kontexte im Sinne sich potenziell entwickelnder Fähigkeiten; Nussbaum folgt hierin Sen.

Es muss hier nicht erklärt werden, dass eine neue Pandemie und eine Kriegssituation diese Fähigkeit restringiert. Ich verstehe Nussbaums Ansatz als den einer dialogischen, interaktiven und transzendenten Beziehung zwischen menschlichen Fähigkeiten und den Kontexten des Lebens. Als kontextimprägnierte Prozesskategorie umfasst Resilienz die Potenzialität von Innovation und so insbesondere die kontinuierliche Entwicklung der Fähigkeiten von Personen und wirtschaftlichen Prozessen. Letztere werden als Handlungskontexte beschreibbar. Die Begriffe der Resilienz und des Kontextes gehören zur Gruppe der unspezifizierten Begriffe.

Wie die *Zeit* kann auch *Resilienz* nicht angesammelt oder angespart werden. In dieser Hinsicht haben Resilienz und Kontext keinen Nullpunkt, sondern sind inhärent mit Handlung, Begegnung und Wahrnehmung verbunden. Resilienz hat weder terminologische noch territoriale Grenzen. Da Resilienz kontextsensitiv ist, ist sie relativ. Resilienz ist keine universelle Kategorie.

Kant zufolge strebt der Mensch als rationales Wesen nach seiner eigenen Fähigkeit, sich Resilienz zu bewahren (Reath 1989). Dieses Streben ist eine gebotene Handlung, keine Pflicht. Doch das Bekenntnis zur eigenen Resilienz reduziert auch die Gefahr, dass Menschen ihre Pflichten ver-

2 Das Original erschien unter dem Titel „The Resilient Society" (2021). Hier und im Folgenden wird aus der deutschen Übersetzung zitiert.

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71

Duncker & Humblot GmbH at 88.198.162.162 on 2025-09-09 22:39:43
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

nachlässigen (Nussbaum 1993). Es ist eine Art Selbstfürsorge (Kant), die einen bedeutenden Bezugspunkt für die jeweilige Gemeinschaft definiert.

Ähnlich wie Nussbaum betont auch Adam Smith, dass Menschen danach streben, Verantwortung und Fürsorge für sich selbst zu übernehmen. Indem sie dies tun, tragen sie zu einer konstruktiven Interaktion mit anderen Menschen in unterschiedlichen Kontexten bei.

Während Adam Smith als Begründer des klassischen Liberalismus mit einem Fokus auf *den Markt* betrachtet wird, bleibt unbemerkt, dass sein Bild des menschlichen Handelns das Streben nach Resilienz beinhaltet (Rothschild 1994, 2001). In seiner Zeit der Aufklärung entwickelten sich unberechenbare und neue Strukturen, für die es weder Erfahrungen oder Statistiken noch Referenzmodelle oder Handlungsanleitungen gab.

Keynes gehört zu jener Gruppe von Ökonomen, die die Chancen für die weitere Entwicklung wirtschaftlicher und menschlicher Potenziale durch die Transzendenz des Gegebenen definieren (Muchlinski 1996, 2012). Seine Schriften liefern anschauliche Beispiele für Resilienz.

In diesem Artikel soll gezeigt werden, dass ein Zeiten*umbruch* auf dem menschlichen handlungswirksamen Willen basiert, mithin auf der Fähigkeit der Resilienz. Dieser Begriff ist auch auf Institutionen und deren Handlungsfähigkeit anzuwenden, denn Institutionen sind weder leere Container noch unveränderbare Gebäude.

## 3 Retrospektive – eine gebotene neue Lesart einiger Schriften von Keynes im Lichte der aktuellen Situation

Keynes arbeitete als Mitglied des Macmillan Committee on Finance and Industry, 1929–1930, innovative Vorschläge für eine Erneuerung der britischen Wirtschaft aus und forderte eine aktivere Rolle der Bank of England (BoE). Die globale Finanzkrise (GFC) 2007/2008 führte zu einer minimalen Korrektur der Rezeption von Keynes als Verfechter der Fiskalpolitik (Kregel 2010), während seine Analysen zu den Gestaltungsmöglichkeiten der Zentralbank oft unbemerkt bleiben (vgl. Abschnitt 4).[3]

Keynes führte einen vielschichtigen Kampf mit dem Finanzministerium. Die Vorbehalte gegenüber seinen innovativen Vorschlägen ermunterten ihn zu kreativeren Beispielen, um seine Analyse zu veranschaulichen. Sie entwerfen ein neues und kooperatives Zusammenspiel von privaten Investoren, staatlichen Institutionen und Zentralbanken, ein kooperatives Spiel, das sich von der damals dominierenden klassischen Vorstellung einer Dichotomie von Staat *versus* Markt gänzlich unterschied.

Der Rekurs auf diese Kontroversen, die Mitte der 1920er Jahre begannen und sich bis zu seinem Tod fortsetzten, ist hier interessant (Dostaler 2008), da die Erörterungen von Keynes nicht nur die multiplikativen Effekte von staatlichen und privaten Investitionen, sondern auch deren Finanzierungsaspekte beinhalten.

3 Zu Unrecht, wie bereits Bateman (2006), Mazuccato und Wray (2015), Moggridge (1992, 1972) sowie Peden (2006), neben anderen Autoren, betonen.

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71
Generated for Hochschule für angewandtes Management (Hochschule für angewandtes Management) on 2022-12-12 12:12:12
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

## 3.1 Kooperation statt Konflikt – Überprüfung von Keynes' Governance-Politik

Das 21. Jahrhundert zeichnet sich durch eine aktivere und kontinuierlichere staatliche Fiskalpolitik aus, als dies noch im 20. Jahrhundert der Fall war, zu jener Zeit, als zahlreiche Volkswirtschaften versuchten, die Schäden des Ersten Weltkriegs und die Wirkungen eines Goldstandards zu minimieren bzw. zu verstehen. Aus der Sicht von Keynes ist es geboten, auch die Institutionen des Staates und des Marktes in ihren Handlungsfähigkeiten zu stärken, um einen Pfad in eine resiliente Gesellschaft zu ermöglichen.

Peter Praet (2019) hat diesen Aspekt in seiner Analyse der Institutionen der EWWU präzisiert:

> Institutions contribute to stability in times of uncertainty, and help anchor expectations. In times of political gridlock, effective institutions are vital since they can deliver their mandate decisively and outside of the push-and-pull of the political process. (Praet 2019, 3)

In der Geschichte der britischen Wirtschaftspolitik wurde die Fiskalpolitik oft als unmöglich abgetan (vgl. Howson 1993; Peden 2006). Keynes' Vorschläge für eine aktive Gestaltung der Erfolgsbedingungen der Wirtschaft, oder einer resilienteren Wirtschaft, richteten sich nicht nur an die Regierung, sondern waren an eine Koordination aus diversen Akteuren – Ingenieuren, Managern, Handwerkern und Wissenschaftlern – adressiert.

Der Kern der Debatten zwischen Keynes' und den Regierungsmitgliedern umfasste die Vorschläge zur Stabilisierung der Beschäftigung und des Einkommens (vgl. Mead Report 1932).[4] Diese finden bis heute in der Literatur hohe Beachtung, die auch in der radikal neuen Perspektive Keynes' begründet ist. Ich paraphrasiere nachstehend einige Fragen von Keynes, da ich sie für den aktuellen Zeitenumbruch als relevant beurteile.

Welche Folgen hätte es, wenn sich eine Gesellschaft darauf beschränkte, die zunehmenden wirtschaftlichen Probleme nur zu beobachten, in der Hoffnung, dass der Marktmechanismus von selbst eine Lösung zu ihrer Beseitigung generiert? Welche Konsequenzen wären stattdessen denkbar, wenn eine Gesellschaft in all ihrer individuellen und kollektiven Kompetenz und Intelligenz zusammenarbeitet, um gegen das wirtschaftliche Elend anzukämpfen?[5] Warum sollten wir untätig zusehen, wie Kultur- und Bildungschancen abnehmen, und so die Verletzungen eines würdevollen Lebens akzeptieren?[6]

Aus seiner Sicht kann die Regierung durch ihre Fähigkeit, Macht, Institutionen und den Markt zu legitimieren, zur Entwicklung neuer Lösungen unter Unsicherheit, in der auch ein Probehandeln notwendig sein kann, beitragen, indem sie durch Gesetzgebung und Regeln den Handlungsrahmen für Marktakteure definiert und erweitert.

Keynes methodischer Ansatz ist erwähnenswert: Im Gegensatz zur Neoklassik und deren Fokussierung auf eine effektive Allokation der gegebenen Ressourcen erweitert er die Perspektive auf die Entwicklungs*fähigkeit* von wirtschaftlichen Interaktionen. Seine fiskalpolitischen Vorschläge implizieren auch eine detaillierte makroökonomische Planung. Heute nennen wir dies Task-Force.

---

4 Bateman 2006, Howson 1988, Moggridge 1992.

5 Keynes 1982f.

6 Diese Anmerkungen finden sich in Keynes (1982d), BBC-Sendung vom 26.09.1940, publiziert in „London Calling", Oktober 1940.

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71
Duncker & Humblot GmbH at 88.198.162.162 on 2025-09-09 22:39:43
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Sein Plädoyer für eine Kooperation und Planung bezog er nicht nur auf England, sondern auch auf andere westliche Länder. Dieser beeindruckende Text ist Ausdruck seines Entschlusses zur *Umgestaltung* der Wirtschaft – einem Zeiten*umbruch*.[7]

Er kritisiert Politiker, deren intellektueller Radius für die ökonomische Entwicklung nicht über die Prämissen der Orthodoxie hinausging. Er kritisiert die Regierung Englands, die sich vor der in einer Rezession versinkenden Wirtschaft versteckt, statt sie mutig mit neuen und unerprobten unbekannten Gegenmaßnahmen zu unterstützen (Keynes 1982f, 91 f.).

Investitionen sind langfristige Projekte, für die staatliche Rahmenbedingungen geboten sind, um als Privatinvestor ins Risiko gehen zu können.[8] Keynes betont die Notwendigkeit von Kooperationen zwischen den staatlichen Institutionen:

> The State will have to exercise a guiding influence on the propensity to consume partly through its scheme of taxation, partly by fixing the rate of interest, and partly, perhaps, in other ways. Furthermore, it seems unlikely that the influence of banking policy on the rate of interest will be sufficient by itself to determine an optimum rate of investment. I conceive, therefore, that a somewhat comprehensive socialisation of investment will prove the only means of securing an approximation to full employment; though this need not exclude all manner of compromises and of devices by which public authority will cooperate with private initiative. (Keynes 1971b, 346)

Eine kontinuierliche Beschäftigung in einer Marktwirtschaft zu gewährleisten, erfordert mehr, als ‚einen Schalter' zu betätigen oder den Refinanzierungszins zu senken. Obgleich das Zinsniveau ein elementarer Impuls für die Verschuldungsbereitschaft ist, hängt die Umsetzung eines Investitionsprojekts von weiteren Kontextfaktoren ab. Die Wahrnehmung der „eigenen und fremden Marktbewertung", mithin das individuelle Urteilen unter Unsicherheit, ist eine wesentliche Voraussetzung für den effektiven Handlungswillen, denn „to a man in a state of ignorance" gibt es keine „escape clause", etwa den Rückzug auf numerisch spezifizierte Wahrscheinlichkeit oder mathematische Erwartungswerte (Keynes 1971b, Kapitel 12).

> Knowing that our own individual judgment is worthless, we endeavor to fall back on the judgment of the rest of the world which is perhaps better informed. That is, we endeavor to conform with the behavior of the majority or the average [...], we may strictly term a *conventional* judgment. (Keynes 1982c, 214)

Deshalb sind wir im Entscheidungsmoment gezwungen, so Keynes, diese wahrnehmbare Marktbewertung als korrekt in Relation zu unserem vorhandenen Wissen zu unterstellen. Das Handeln findet statt, weil der Akteur sich darauf verläßt. Auch vor diesem Hintergrund ist die erfolgreiche Koordination von Staat und Markt bedeutsam:

> Most, probably, of our decisions to do something positive, the full consequences of which will be drawn out over many days to come, can only be taken as a result of animal spirits – of a spontaneous urge to action rather than inaction, and not as the outcome of a weighted average of quantitative benefits multiplied by quantitative probabilities. (Keynes 1971b, 161)

Jede Investitionsentscheidung führt zu komplexen und dynamischen makroökonomischen Interdependenzen (vgl. Keynes 1982b; The Means to Prosperity, 1933).

7 Keynes 1982f: 88 f..

8 Ein Beispiel ist hier die Impfstoffproduktion durch z. B. BioNTech (vgl. Schularick 2021).

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71

Generated for Hochschule für angewandtes Management (Hochschule für angewandtes Management) on 2021-12-16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

## 3.2 Kooperation von Markt und Staat impliziert Planung

> „To my thinking – and here I am expressing what is only a personal view though many are coming to share it – state planning, directed to the maintenance of the general average of industrial production and activity at the optimum level and to the abolition of unemployment, is at the same time the most importanct and the most difficiult of the tasks before us." (Keynes 1982f, 91)

In der BBC-Sendung über „Staat und Industrie" sprach Keynes am 14. März 1932 über die Vor- und Nachteile der staatlichen Planung (1982f, 86 f.). Er bezieht sich auf die Kriegsproduktion im Ersten Weltkrieg. Der Staat bündelte alte und neue Ressourcen, setzte neue Technologien und Produktionsprozesse in Gang und kombinierte dies mit dem modernen Unternehmergeist. Nur so konnte Intelligenz mit Mut zum Handeln kombiniert werden und ließen sich Synergieeffekte schaffen. Das Individuum allein konnte in dieser Situation nicht viel tun (Keynes 1982f, 86). Jedoch sei die derzeitige Notlage der englischen Wirtschaft nicht nur eine Konsequenz eines exogenen Schocks; sie verdeutliche auch den lähmenden Unwillen und die Unfähigkeit der Regierung, mit ähnlich innovativen Ansätzen effektive Lösungen zu entwickeln (Keynes 1982f, 86).

Keynes schlug vor, die Konzepte von Markt und Staat von ihren früheren Kontexten zu trennen. Erst eine neue Perspektivierung erlaube es, die kooperativen wirtschaftlichen Interaktionen besser zu verstehen und ihre Vorteile für Wirtschaft und Gesellschaft zu erkennen. In Krisenzeiten hilft nur ein Perspektivwechsel, für den eine Gesellschaft immer eine Chance hat, wenn sie sich entscheidet zu handeln (Keynes 198 f, 87).

Er bemerkt, dass die vorherrschende Interpretation des Begriffs der Planung als Attribut von Bolschewismus, Faschismus und Kommunismus eine unzweckmäßige Verkürzung der Bedeutung darstellt. Planung erfordere umfassende Bildung, Intelligenz, Dialog und kognitive Kompetenz. So stellt er die Frage, warum diese brillanten Fähigkeiten nur eine Charakterisierung von Diktatoren darstellen sollten (Keynes 1982f, 88).

Keynes diskutiert Beispiele für die Wirksamkeit der Planung, z. B. im Falle der Festlegung von Steuern und Schutzzöllen sowie der Einrichtung der Börsenaufsicht und von Devisenkontrollen, und ihre Auswirkungen auf die Einkommensverteilung, die Industrie und den Handel (1982f, 88 f.). Das Versagen der westlichen Regierungen finde seinen Ausdruck im Verzicht auf die produktive und effektive Planung und Kooperation von Markt und Staat (Keynes 1982f, 87).

Warum aber sollten westliche Staaten und ihre Regierungen auf diese Transformation in eine bessere Zukunft verzichten? Keynes schlägt eine neue Planungsdefinition vor:

> Let us make a useful distinction. Let us mean by planning, or national economy, the problem of the general organisation of resources as distinct from the particular problems of production and distribution which are the province of the individual business technician and engineer. (Keynes 1982f, 87)

Der wirtschaftliche Erfolg hat zweifelsohne Voraussetzungen, z. B., wenn Regierungen es vermögen, „[...] to regulate itself to the best advantage, or to reap the fruits of the genius of its scientists and its engineers and its business organisers [...]" (Keynes 1982f, 91).

Der Kern jeder Planungs- und Kooperationstätigkeit besteht darin, die Beschränkungen der individuellen Fähigkeiten in eine lebensverbessernde Zukunft der Gesellschaft zu verwandeln, wie er hervorhebt:

> „It is often convenient to use the term ‚loan expenditure' to include the public investment financed by borrowing from individuals and also any other current public expenditure which is so financed. Strictly speaking, the latter should reckoned as negative saving, but official action of this kind is not influenced by the

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71

Duncker & Humblot GmbH at 88.198.162.162 on 2025-09-09 22:39:43
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

> same sort of psychological motives as those which govern private savings. Thus 'loan expenditure' is a convenient expression for the net borrowing of public authorities on all accounts, whether on capital account or to meet a budgetary deficit. The one form of loan expenditure operates by increasing investment and the other by increasing the propensity to consume." (1971b, 128–129, Fußnote 1)

‚Beide Formen, Investitionen und Konsum, implizieren positive Effekte auf den Staatshaushalt. Erst in einem weiteren Schritt ist die Frage der Finanzierung als einer Ressource von Interesse (Keynes 1982b). Diesen Überlegungen widmete er eine separate Sendung im „BBC Broadcast on Post-War Planning" (The Listener, 2. April 1942)[9]:

> Let me [Keynes; add., EM] begin by telling you how I tried to answer en eminent architect who pushed on one side all the grandiose plans to rebuild London with the prase:
> ‚Where is the money to come from?'
> ‚The money?' I said. ‚But surely, Sir John, you don't build houses with money? Do you mean that there won't be enough bricks and mortar and steel and cement?'
> ‚Oh no', he replied, ‚of course there will be plenty of all that.'
> ‚Do you mean', I went on, ‚that there won't be enough labour? [...]'
> But he was, I fear, quite unconvinced.
> ‚What I want to know', he repeated, ‚is where the money is coming from.'
> (Keynes 1982e, 264–271, 265)

## 3.3 Ausblick auf die europäische Währungsunion in Zeiten des Umbruchs

> „Like viruses, crises too can rapidly change their DNA: the financial crisis of 2008 changed from international to regional, from financial ro real, eventually turning into an existential threat to the whole European integration project. In the institutional context of the Eurozone (EZ), the financial crisis soon developed into a sovereign debt crisis, dragging the banks along with it. In the austerity environment that followed, the southern periphery never completely recovered the losses in output, employment, and fiscal sustainability. Thus, the ‚symmetric' coronavirus shock hit countries that were in highly asymmetric conditions."
> (Celi et al. 2020, 411)

Eine aktive fiskalpolitische und geldpolitische Kooperation gibt auch den Blick frei auf die Schuldentilgung als ein Resultat der multiplikativen Effekte der Kosten einer makroökonomischen Stabilisierung. *Dass* es internationale Märkte für Staatsanleihen gibt, die wichtige Impulse für andere Finanzmärkte implizieren, bleibt davon unberührt.[10] Auf den Märkten für Staatsanleihen werden die *Zukunftsaussichten* für Staaten bzw. deren Regierungen *gehandelt*, wobei Finanzmärkte respektive Ratingagenturen das Urteil zugeschrieben wird, sie könnten rationale Bewertungen vornehmen. Auch aus diesen Gründen fokussierte Keynes in überzeugender Weise auf eine differenziertere Analyse, da die Finanzierungsaspekte den Erfahrungshorizont verlassen und in zukünftige, unbekannte, Phasen hineinwirken.

Dieses Zusammenspiel von Erwartungen und Vertrauen in die voraussichtlichen Erträge der Investition bestimmt die Refinanzierungsmöglichkeit und die Reputation des Staates, mithin seine zukünftige Fähigkeit zum innovativen Handeln, u. a. in Form von dringend gebotenen Investitionen in Infrastrukturen. Dies erfordert eine kohärentere Analyse als die an Zentralbanken adressierte Forderung, an der ‚Zinsschraube zu drehen'.[11]

9 Keynes 1982e. Dieser BBC Broadcast on 2 April 1942 ist ein wichtiges Dokument zum Thema Finanzierung: von öffentlichen Infrastrukturen.

10 „There is, moreover, a further ground for liquidity-preference which results from the existence of uncertainty as to the future of the rate of interest, provided that there is an organised market for dealing in debts" (Keynes C.W., 1936, VII, 169).

11 Auf die inadäquate Analogie von Geldpolitik und Autofahren verwies bereits Bernanke (2004).

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71

Generated for Hochschule für angewandtes Management (Hochschule für angewandtes Management) on 2022-12-12 12:12:12
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Die dynamischen Interdependenzen, wie unter 3.2 erläutert, beinhalten nicht nur die Möglichkeit der kompensatorischen Beeinflussung des Krisenverlaufs und die Revitalisierung des Vertrauens als Konsequenz der Handlungsfähigkeit des Staates. Gerade in Zeiten der exogenen Umbrüche kommt es auf eine Konvergenz der Krisenwahrnehmung und konsensorientierte Umsetzung der Lösungen an. Darauf verwies Baldwin et al.:

> Formulating a consensus on the causes of the EZ Crisis is essential. When terrible things happen, the natural tendency is to fix the immediate damage and take steps to avoid similar problems in the future. It is impossible to agree upon the steps to be taken without agreement on what went wrong. [...] This is why formulating a consensus narrative of the EZ Crisis matters so much. (Baldwin, Beck et al. 2015, 1)

Dass eine Konvergenz in den Problemanalysen das größere Potenzial für Lösungen erlaubt, als die Lösung an fixierte Regeln delegieren zu wollen, ist inzwischen unumstritten (vgl. Bénassy-Quéré, Brunnermeier et al. 2019; Cabral 2020).

Über das Zusammenspiel von Markt und Staat berichtet die aktuelle Literatur prinzipiell nichts Neues: Für eine strategische Kooperation spricht, dass Regierungen aufgrund ihres politischen Zyklus weniger selbstkorrigierend sind als Märkte, während Marktakteure dazu neigen, die Folgen ihrer individuellen Entscheidungen für die Wirtschaft insgesamt auszublenden. White (2012) nennt dies „the unintended consequences". Märkte können auf der Grundlage dezentraler Wissensfähigkeiten neue Lösungen entwickeln, jedoch verfügen Markt *und* Staat über distinkte, aber wirksame Fähigkeiten, mit Schocks und Krisen umzugehen. Die finanzbasierte Marktwirtschaft impliziert ökonomische Wechselwirkungen der Akteure, deren Motive nicht unterschiedlicher sein könnten. Dennoch basiert dieses Handeln auf einem gemeinsamen Anker, konkret auf der Fähigkeit und dem Vertrauen darauf, *erfolgreich zu sein* (nicht: sein zu können).

Darüber hinaus ist die Prämisse, Finanzmärkte seien fähig, überzeugende oder unterstützende Signale über die Kreditwürdigkeit einer Regierung zu liefern, nicht nur im Delors-Bericht von 1989 und in den Untersuchungen über die GFC infrage gestellt worden, sondern sie wird auch in der aktuellen Forschung zur Kreditwürdigkeit der noch immer unvollendeten europäischen Währungsunion kritisch hinterfragt.

Bekanntlich ist diese 1999 gestartete Währungsunion bis heute ohne eine voll integrierte Kapitalmarktunion[12], eine nur auf zwei statt – wie gefordert – drei Säulen basierende Bankenunion[13] und ohne eine Fiskalunion im Spiel des internationalen Rankings der Kreditwürdigkeit dabei. De Simone, Canale et al. (2021) zeigen, dass die Fiskalregeln des Maastricht-Vertrags für Länder, die diese einhalten, keineswegs einen Glaubwürdigkeitszuwachs beinhalten. Im Gegenteil: Finanzmärkte honorieren gerade die *Fähigkeit* einer Regierung, in einer Krise mit einem expansiven Fiskalprogramm einen Lösungsweg zu bahnen, *unabhängig* vom aktuellen Verschuldungsgrad.

Mehr als das Beharren (‚weiter so') auf fixierten Regeln wird der effektive Handlungswille der Regierung honoriert, die Krise in eine Phase der Wachstumseffekte zu transformieren (vgl. auch ECB 2021b). Die oft in politischen Debatten repetierte Bedeutungszuschreibung, *nur* eine *strikte Erfüllung der Fiskalregeln* führe zu Glaubwürdigkeit bezüglich der Zahlungsfähigkeit und somit zu

12 Pfade zur Vertiefung der Kapitalmarktunion können hier nachvollzogen werden; ‚Investing for a stronger, prosperous and stainable European Union https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_22_3412.

13 Eine vollständige Bankenunion ist in Reichweite; Deutschland als bisheriger Blockierer hat seine Zustimmung signalisiert – dies ist auch ein wichtiger Aspekt des Zeitenumbruchs.

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71
Duncker & Humblot GmbH at 88.198.162.162 on 2025-09-09 22:39:43
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

niedrigen Kosten der Refinanzierung des Staates, ist keine tragfähige Position, um eine resilientere Wirtschaft zu entwickeln.

Die dadurch entstehenden Restriktionen für Lösungswege aus einer Krise benennt auch die EZB respektive deren früherer Präsident in zahlreichen Analysen:

> In the US, it is estimated 70 % of local shocks are absorbed through integration financial markets. In the EA, however, only 25 % of shocks are absorbed in this way because financial integration is low. (Draghi 2018a) All this should make it clear that deepening public insurance by completing the banking union and strengthening fiscal union is not about creating a transfer union. It is about creating a euro area in which there is less need for public risk-sharing in future, because we have the instruments in place to stabilize crises more quickly, and because we have the right framework to allow private sector risk-sharing to develop more sustainably. (Draghi 2019)

Eine Studie des ESM zur Marktkapitalisierung (Market-Cap) unterstreicht diese strukturellen Unterschiede zwischen den ähnlich großen Volkswirtschaften, den EU-27 und den USA. Europas Aktienmarktkapitalisierung macht nur 52 % des BIP aus, während sie in den USA 170 % des BIP beträgt (Janse und Strauch 2020, 3). Nach nunmehr drei Jahrzehnten seit der Schaffung des europäischen Binnenmarktes ist die Vertiefung des europäischen Kapitalmarktes dringend geboten, auch um eine stabile Finanzierung für die Transformation in eine klimaneutrale Wirtschaft und Gesellschaft zu gewährleisten. Die Offenheit und Tiefe des amerikanischen Finanzmarktes stabilisiert die internationale Rolle des US-Dollars als Anlagewährung. Um das Ziel der Europäischen Kommission zur Stärkung der internationalen Rolle des Euro zu erreichen, bedarf es auch eines funktionierenden Kapitalmarktes (European Commission 2018).[14]

Die EZB analysiert diese Zielsetzung der Kommission als richtungsweisend und notwendig, da eine resilientere europäische Währungsunion auch zu einer nachhaltigeren Rolle des Euro in den globalen Finanzbeziehungen führen wird (vgl. Cœuré 2019). Eine stabilere Rolle des Euro hat positive Rückwirkungen auf die Politik. Auch die internationale Rolle des Euro würde von einer vollendeten Währungsunion profitieren. In einer Grundsatzrede hebt Cœuré die politischen und wirtschaftlichen Implikationen des Projekts hervor: „A currency with a global standing would not just be a symbol of European unity on the world stage, it would also be a tool to project global influence“ (Cœuré 2019, 1). Die internationale Zahlungsmittelfunktion des Euro wird sich auch und insbesondere darin zeigen, ob es Europa gelingt, die Energieimporte in eigener Währung, statt in US-Dollar zahlen zu können. Cœuré verweist auf China, das sich sukzessive von internationalen Zahlungen in US-Dollar unabhängiger macht:

> China recently also launched its first oil futures contract denominated in renminbi – the so-called petroyuan – in an apparent bid to strengthen the hold of the renminbi in global energy markets. [...] But what is also clear is that establishing an international currency is not just a matter of economic size. (Cœuré 2019, 8)

Einen Vorschlag zur graduellen Reduzierung der strukturellen Nachteile des Euro-Währungsraumes gegenüber dem US-Dollar-Raum unterbreitete jüngst eine Studie, die das Europäische Parlament in Auftrag gegeben hat (vgl. Eichengreen und Gros 2021).

Die EZB sollte ihren Handlungsspielraum, der ihr durch Statuten gegeben ist, nutzen, um den Euro zu einer verfügbareren, sichereren und liquideren Anlage zu machen. In den Analysen werden insbesondere drei Kriterien genannt, die den Status einer Währung als ‚Ankerwährung‘ („safe haven“, Eichengreen 2011) definieren: Größe, Stabilität und Liquidität, wobei mit Größe der

14 Zur Attraktivität des Euro als internationales Zahlungsmittel, als Währungsreserve, als Inhalt von Schuldkontrakten und Anlagewährung und im Devisenhandel, vgl. ECB (2021c)

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71
Generated for Hochschule für angewandtes Management (Hochschule für angewandtes Management) on 2022-04-12 12:12:12
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Anteil der nationalen Wirtschaft am globalen Wirtschaftsprodukt gemeint ist; Stabilität bezieht sich auf die resiliente Bewegung dieser Ankerwährung und Liquidität impliziert deren Eigenschaft, Verträge bzw. Verbindlichkeiten unabhängig vom Ort der Emission einlösen zu können. Der internationale Status des Euro wird durch die Erfüllung dieser drei Kriterien empirisch bestätigt; allerdings verharrt der Euro auf dem zweiten Platz, während die US-Währung seit den 1940er Jahren den ersten Platz innehat. Eichengreen und Gros (2021, 11) betonen: „The USD thus has acquired a ‚first mover' advantage in the international domain. It appears unlikely that the euro could dislodge the dollar in this role, absent major shocks to and/or emanating from the US economy. But this does not mean that nothing can be done at the EU level."

Vermutlich geht es der EU-Kommission derzeit nicht darum, die Ablösung des US-Dollars zu erreichen, sondern darum, diesen zweiten Platz auch gegenüber einer möglichen Herausforderung durch die Währung Chinas zu verteidigen. Unerlässlich sind hierzu die unterstützenden Instrumente zum weiteren Aufbau der Reputation des Euro. Um die Attraktivität des Euro in allen drei Funktionen zu stabilisieren, schlagen Eichengreen und Gros (2021) einen bislang kaum diskutierten Weg vor: So könnte die EZB eigene Einlagenzertifikate emittieren, d. h. vermögensbasierte Anlageformen auf den internationalen Kapitalmärkten anbieten. Diese Einlagenzertifikate sind konzeptionell vergleichbar mit den Vermögenstiteln des amerikanischen Finanzministeriums, den sogenannten US-Treasury-Bills. Nennen wir sie in Anlehnung an den Vorschlag von Eichengreen und Gros ‚EZB-Vermögenstitel' oder ‚ECBCDs'.

Was genau bedeutete es, wenn die EZB diese Vermögenstitel emittiert? Die EZB adaptierte damit die Strategie, die auch das US-Finanzministerium erfolgreich anwendet: Sie macht ihre Verbindlichkeiten handelbar. Aus technischer Sicht stellte die EZB zu diesem Zweck handelbare Einlagenzertifikate aus. „The easiest way would be for the ECB to issue tradable Certificates of Deposit (ECBCDs)" (Capolongo, Eichengreen et al. 2021, 3). Emittierte die EZB ihre Vermögenstitel in hohem Umfange auf den internationalen Märkten und werden diese von anderen Zentralbanken auch als Euroreserven gehalten bzw. nachgefragt, dann könnte – ähnlich wie es für die USA in den 1950er Jahren der Fall war – ein internationaler und liquider Markt mit diesen Vermögenstiteln geschaffen werden (Capolongo, Eichengreen et al. 2021, 2). Diese Vermögenstitel – ECBCDs – könnten auf diesem Weg die Reputation eines sicheren Vermögenswerts der Eurozone erlangen.

Eine Antwort auf die Frage ‚Where is the money to come from?' (Keynes) geben die Autoren mit Verweis auf die Statuten der EZB. Dies aktuelle Rechtsgrundlage für ECBCDs beschränkt die maximale Laufzeit auf zwölf Monate. Eine Verlängerung derselben auf einen mittelfristigen Zeitraum, also mindestens drei Jahre, wird empfohlen, um die Reputationsgewinne zu ermöglichen (vgl. Eichengreen und Gros 2021, 32–34, die auf eine Studie des IMF verweisen). Im Unterschied zu Vertrauen bedarf es für Reputation eines längeren Zeithorizonts positiver und effektiver Handlungserfahrungen mit einer Währung.

Die Autoren erklären mit Verweis auf die derzeitige Rechtslage gemäß Punkt 4 der Bilanz des Eurosystems der EZB, dass die EZB befugt ist Schuldscheine auszustellen, mithin Anleihen zu begeben. Die Rechtslage wurde im Jahre 2015 geschaffen. In der Definition der EZB beinhaltet die „Ausgabe von EZB-Schuldverschreibungen" („issuance of ECB debt certificates", ibid., 32) ein geldpolitisches Instrument, das bei der Durchführung von Offenmarktgeschäften verwendet wird.

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71

Duncker & Humblot GmbH at 88.198.162.162 on 2025-09-09 22:39:43
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Mit dieser Schuldverschreibung wird die EZB zum Schuldner gegenüber dem Zertifikatsinhaber (vgl. Eichengreen und Gros 2021, 32).[15]

Damit könnte die EZB die noch bestehende Lücke bei EU-Staatsanleihen ausgleichen. Solange es keine Fiskalunion gibt, die Europäer mithin keinen europäischen Staat mit Steuerhoheit errichtet haben, könnte dieser Weg den Euro in seiner internationalen Rolle stützen.

> We conclude that the present dominant role of the USD is for the US to lose (or China to attack). Action at the European level should focus on concrete steps to create instruments that are attractive for international reserve managers. This should also help the world economy, as the step we propose would increase (modestly) the global supply of safe assets. (Eichengreen und Gros 2021, 34)

Die skizzierten gravierenden strukturellen Unterschiede zwischen dem Währungsraum Euro und US-Dollar werden in den akademischen Analysen auch als „design failure" (De Grauwe 2015), d. h. als unvollständige fiskalische und finanzielle Architekturen, thematisiert (siehe Benassy-Quéré, Brunnermeier et al. 2019). Sie schränken die Handlungs- und Reaktionsmöglichkeiten von Institutionen der EU, adäquat zu reagieren, stark ein. Von wesentlicher Bedeutung ist es, diese strukturellen institutionellen Defizite aufzulösen, indem Schritte in Richtung einer Kapitalmarktunion und einer Bankenunion unternommen werden.

In der Währungsunion führte diese fehlende Finanzarchitektur in den Jahren 2011–2015 immer wieder zu Vertrauenskrisen bezüglich der Zahlungsfähigkeit einzelner Mitgliedstaaten, aber auch der Währungsunion als ganzer, beispielsweise im Jahr 2012. Dabei wird in der Literatur betont, dass die Gesamtverschuldung der EWWU weit unter derjenigen der USA und Japans liegt.

> Public debt is in aggregate not higher in the euro area than in the U.S. or Japan. It reflects the fact that the central bank in those countries could act and has acted as a backstop for government funding. (Draghi 2014)

Werden Risiken und Renditen unterschiedlos bewertet, so scheinen die Akteure an den internationalen Finanzmärkten kein Risiko eines Staatsbankrotts zu identifizieren. Generell wird ihre Aufgabe darin gesehen, die Glaubwürdigkeit von Regierungen in Abhängigkeit ihrer Schulden und Staatsanleihen, der Kursentwicklung und der Laufzeiten zu beurteilen und somit die Ausfallwahrscheinlichkeit der Zahlungsfähigkeit eines Staates rechtzeitig einzuschätzen bzw. diese auch zu prognostizieren. Erwarten die Akteure an den internationalen Finanzmärkten jedoch ein höheres Risiko eines Staates, so führt dies zu einem ‚Umpreisen' der Staatsanleihen, die Risikoprämie steigt und verändert damit die Anleiherenditen.

Während Stand-alone-Länder wie die USA, Japan, das Vereinigte Königreich, Kanada, die Schweiz u. a. Staaten ihre Geld- und Fiskalpolitik einsetzen können, handeln Mitgliedstaaten der EWWU ohne die Garantie einer Zentralregierung bzw. Fiskalunion, d. h. ohne Fiscal Backstop (vgl. Beirne and Fratzscher 2013; Bénassy-Quéré, Brunnermeier et al. 2019).

So kann beispielsweise die Schweizer Zentralbank bei einem Vertrauensverlust in ihre Zahlungsfähigkeit auf eine Kooperation mit dem Staat bzw. dem Finanzministerium setzen, da über die oben skizzierte ‚Umpreisung' ihrer Staatsanleihen auch eine Abwertung des Schweizer Franken einsetzen wird. Dieser Abwertungseffekt wird für die exportorientierte Volkswirtschaft der Schweiz zusätzliche Exporterlöse, ein höheres BIP und einen Wohlstandszuwachs bewirken. Auf diese Weise gelingt es, den Vertrauensverlust zu kompensieren. Derartige positive Wechselkursreaktionen sind für Mitgliedstaaten der EWWU nicht realisierbar; ferner können sie sich nicht

15 Guideline (EU) 2015/510, vollständig im Literaturverzeichnis genannt.

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71
Generated for Hochschule für angewandtes Management (Hochschule für angewandtes Management) on 2022-04-12 12:12:12
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

in der ‚eigenen Währung' verschulden. Allein die EZB ist nach Artikel 128 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) befugt, die Gemeinschaftswährung Euro zu emittieren. De jure und de facto verschulden sich daher Mitgliedstaaten einer Währungsunion in Fremdwährung.

Die Staatsverschuldung in einer Gemeinschaftswährung impliziert „nominal debts", so Sims (2012): „The southern countries in the euro era are now reckoning with the consequences of their having, by joining the euro, made their sovereign debt real". Da die Renditen von Staatsanleihen als Signal für die Preisgestaltung der anderen Vermögenswerte fungieren können, implizieren Störungen dieses Marktes in der Regel auch Störungen des Übertragungsmechanismus (Draghi 2017, 2018b; Fratzscher 2013). Dies kann zu Spillover-Effekten und zur Ausbreitung der Ansteckung auf andere Marktsegmente führen. Im Kontext der Jahre 2011–2015 belastete zudem die geringe Liquidität an den Wertpapiermärkten die Staaten zusätzlich wegen der Gefahr des Credit-Crunch, d. h. der Kreditzurückhaltung der Banken gegenüber dem Privatsektor. Insofern zielten die Instrumente der EZB notwendigerweise auf die Sicherung des monetären Transmissionsmechanismus (Draghi 2018a; EZB 2021a).

Die Währungsunion ist ein gemeinsames Projekt, eine Koalition der Willigen, zu der auch die Koordinierung der Wirtschaftspolitik gehört. Die Entscheidung, Teil einer Währungsunion zu sein, impliziert einen institutionellen Regimewechsel. De Grauwe (2011, 2015) und andere Autoren dokumentieren umfangreich die Implikationen des Regimewechsels: Er beinhaltet neue Risiken für die Glaubwürdigkeit, z. B. bezüglich der Zahlungsfähigkeit des Mitgliedstaates, der in der Fremdwährung seine Staatsausgaben finanzieren muss, und die Möglichkeit des spekulativen Angriffs auf die Gemeinschaftswährung infolge des fehlenden Fiscal Backstops (vgl. De Grauwe und Yi 2012).

Diese sogenannte ‚Euro-Staatsschuldenkrise' verdeutlichte den institutionellen Handlungsbedarf und die Notwendigkeit ihrer institutionellen Vertiefung, da Mitgliedstaaten nicht in eigener Währung ihre Zahlungsfähigkeit unter Beweis stellen können. Im Falle des Bank-Runs muss die Regierung eines Mitgliedstaates der Währungsunion aufgrund ihrer nationalen Einlagensicherungsgesetze die Finanzierungshilfen für ‚ihre nationalen' Banken aufbringen.

Ist der Handlungsspielraum für diese notwendige Verschuldung jedoch wegen starrer Fiskalregeln oder durch das Misstrauen internationaler Gläubiger in die Refundierung dieses Staates eingeschränkt oder gar nicht gegeben, so droht der in der Literatur vielfach analysierte und erörterte Worst Case des sogenannten Doom-Loop (vgl. Alogoskoufis und Langfield 2019; erneut Benassy-Quéré, Brunnermeier et al. 2019).[16] Diese Fiskalregeln erhöhten den Aufwand an Bürokratie und schlugen sich in Wachstumseinbußen einiger Länder nieder. Schularick (2021) nennt sie „expansive Austeritätspolitik".

Bezogen auf die Vor- und Nachteile der Kooperation von Staat und Markt ist immer zu beachten, dass die Entscheidungen für Investitionen auf dem Vertrauen in die Stabilität der *zukünftigen* wirtschaftlichen Erträge basieren. Neue Handlungsräume oder Kontexte beruhen auch auf einer differenzierteren Wahrnehmung der Möglichkeiten ihrer Veränderung. Diese neuen Kontexte

16 Vgl. Analysen des Sachverständigenrates, Sondergutachten aus den Jahren 2012 und 2015.

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71
Duncker & Humblot GmbH at 88.198.162.162 on 2025-09-09 22:39:43
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

können weder durch inflexible *Regeln* noch durch den Rekurs auf den Refinanzierungszins allein getragen werden.

> It used to be believed that the level of interest and the rate of investment were self-regulatory, and needed no management and no planning; and that all would be for the best if natural forces were left to discover and establish the inner harmonies. But such view does not square with the facts of experience. (Keynes 1982f, 91).

Die Integration der Erwartungen in die Makrotheorie ist der *turning point* in Keynes' Analyse und ein bedeutender Impuls in der aktuellen Forschung für Veränderungsfähigkeit. Gerade in Zeiten*umbrüchen*, in Phasen, in denen Akteure mit radikal neuen Sachverhalten und dem Entwickeln von neuen Antworten konfrontiert sind – Beispiele sind COVID-19 und der Angriffskrieg auf die Ukraine – ist es geboten, ein *kognitives Geländer*, einen Anker für die Entscheidungen unter Unsicherheit zu gewährleisten.

Eine Situation des Unternehmens BioNTech während der Pandemie verdeutlicht die negativen Folgen des Fehlens dieses Geländers. Die Kosten der Pandemie in Deutschland betrugen pro Woche schätzungsweise 3,5 Milliarden Euro (Schularick 2021, 86 f.). Mit der engagierten staatlichen Unterstützung in Form von Produktionszuschüssen oder dem direkten Einstieg des Staates in die Impfproduktion – ähnlich einer Kriegswirtschaft, wie dies Biden auf Roosevelts ‚New Deal' rekurrierend durchsetzte – lägen, so erklärt Schularick, die makroökonomischen Pandemiekosten unter den Kosten des staatlichen Engagements. Statt sich auf den Anstieg der Staatsschulden – oder die Frage „Where is the money to come from?" (Keynes 1982e) – zu fokussieren, wäre ein Perspektivenwechsel notwendig gewesen. Ein Zeiten*umbruch* ist ohne einen Perspektivenwechsel nicht zu realisieren. Zuschauen und Zaudern ist das Gegenteil eines effektiven Handlungswillens.

## 4 Die aktive Rolle einer Zentralbank im kooperativen Spiel

> Zentralbanken sind „repositories of knowledge and experience, which they communicate to the society as a whole" (King 2004, 6).

Stabile finanzielle Beziehungen, die auf dem Vertrauen in die Wertstabilität von Geld basieren, waren für Keynes ein zentrales Forschungsthema. Geld weist insofern das Charakteristikum eines Vermögenswerts auf, als es gelingt, die Akzeptanz dieses Vermögenswerts in der Gesellschaft zu gewährleisten. Zentralbanken, aber auch der Staat, tragen hier die Verantwortung. Als Mitglied des Macmillan Committee legte er weitreichende Vorschläge vor, die auch aktuell für das Handeln von Zentralbanken relevant sind (vgl. Keynes 1981, 261 ff.).

Die BoE sollte eine Rolle als Marktteilnehmer ausüben. Dies kann durch Ankauf und Verkauf von Vermögenswerten geschehen, womit sie auch die verschiedenen Zinssätze dieser Vermögenswerte auf den Kapitalmärkten beeinflussen kann (vgl. Eichengreen und Gros 2021). Keynes insistiert darauf, dass diese Vermögenswerte eben nicht Gold umfassen, denn das Ziel war es, diese ‚golden fetters' endlich zu beseitigen.

> By ‚investments' I mean any asset, other than gold, which the central bank purchases on its own initiative; thus it may include bills purchases in the open market. By advances I mean any asset, other than gold, which the central bank has purchased in virtue of an obligation, of law or custom, to purchase such an asset if it is tendered on specific conditions. By the ‚bank rate' I mean the term on which the central bank is bound or is accustomed to make such advances. Fn: A bank may have several slightly varying rates corresponding to varieties of ‚eligible' assets. (Keynes 1971d, 202)

Die BoE soll ihren Handlungsspielraum in den Vermögensmärkten als einen konstruktiven Beitrag zur resilienten Wirtschaft verstehen (vgl. ausführlich Muchlinski 2022):

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71
Generated for Hochschule für angewandtes Management (Hochschule für angewandtes Management) on 2022-12-12 12:12:12
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

> And it would be much easier for the Bank of England to take the initiative when it was desired to make a change on the broad ground of what it was desirable that the public should be doing with their money. [...] If they can make the public move in the direction they want, that is much better. They can do that by varying the ease and attractiveness of holding liquid funds. I think in future one of the important functions of the banking-system will be to vary the volume and attractiveness of liquid funds. (Keynes 1981, 228)

Die BoE muss auf binnenökonomische wirtschaftliche Herausforderungen adäquat reagieren. Ein erster wesentlicher Schritt in diese Richtung war die endgültige Loslösung von der ‚goldenen Fessel', eine Forderung, die er bereits 1925 erhob.[17]

Der ‚secret temple' (Bill Greider) soll von der BoE verlassen werden – zugunsten von Offenheit, Rechenschaft und Transparenz gegenüber der demokratischen Gesellschaft. Das beinhaltet die Publikation und Erläuterung von Informationen zur Pfadentwicklung.

> I think also that greater publicity of all kinds will lead to better understanding by the market of what the Bank's intentions are, and that will facilitate those intentions being carried into effect quicker and with more certainty. It nearly always pays the market to adapt itself to the real intentions of the Bank. So that the easier it is to interpret those, the quicker in effect will be the methods of control which the Bank uses. (Keynes 1981, 262–263)

Die BoE kann auf die Erwartungsbildung in einer unsicheren Zeit stabilisierend wirken.

Darüber hinaus kann sie als forschende Institution strategische Informationen für die britische Industrie, das Finanzwesen und den Außenhandel bereitstellen. Da die BoE Währungs- und Wechselkursangelegenheiten streng geheim hielt, wurde ihr eine den Handel, die Finanzen und die Beschäftigung blockierende Politik vorgeworfen (vgl. Sayers 1976); es fehle an wirtschaftlichen Indikatoren wie einer Zahlungsbilanz, Daten zur Produktion und Investitionen. Der BoE mangele es an Erklärungskraft, was ihre Wirksamkeit bei der Steuerung der Markterwartungen selbst einschränke. Erforderlich sei auch ein funktionierendes Bankensystem, das Klarheit über die Finanzierungsmöglichkeiten garantiere (Keynes 1981, 73). Das Defizit an Offenheit und Informationen beschränke aber nicht nur den Handlungsspieraum der BoE selbst, sondern auch die Fähigkeit von Markt und Staat, langfristige Strategien zu entwickeln:

> The more we get rid of unnecessary secrecy and mystery the more we can facilitate informed outside criticism. We increase the freedom with which the Bank officials can discuss the position and make use of collective wisdom. If everything is secret and everything has to be discussed in confidence the circle within which opinions can be freely exchanged is unduly narrowed. (Keynes 1981, 262 f.)

Keynes schlug vor, die BoE als einen notwendigen Produktionsfaktor für die gelingende wirtschaftliche Entwicklung und Transformation, mithin als ein rationales Element, genau wie *Energie* oder *Elektrizität*, anzuerkennen. Dies setze jedoch voraus, dass sie sich für Transparenz und Offenheit entscheide:

> Publicity will also help to educate the public and the world and bring much nearer the day, which I am sure we should all welcome, when the principles of central banking will be utterly removed from popular controversy and will be regarded as a kind of beneficent technique of scientific control such as electricity or other branches of science are. (Keynes 1981, 262 f.)

Die BoE solle eine Funktion als Wissensquelle für Finanztransaktionen einnehmen, einschließlich solcher zwischen den verschiedenen inländischen Märkten und der internationalen Transaktionen zwischen Großbritannien und dem Rest der Welt.

> It will, at any rate, be brought nearer by making possible a rational discussion of theses subject. The Bank of England, by its mystery, I think not only retards scientific progress, but, instead of rendering itself less open to popular pressure and to dangerous charges, renders itself more open to these things. (Keynes 1981, 263)

17 Keynes 2013 („The Economic Consequences of Mr Churchill").

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71
Duncker & Humblot GmbH at 88.198.162.162 on 2025-09-09 22:39:43
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

> I should like to see our Report centre round the magnification and evolutionary enlargements of the functions of the Bank of England. It is for that reason that I have spent a good deal of time in making suggestions which, though they have not commanded universal acceptance, were intended by me in every case to strengthen the Bank of England, and to furnish it with powers for much more securely beneficent action in the future than in the past. (Keynes 1981, 265)

Keynes diskutierte die elementaren Faktoren der Finanzierungsbedingungen der Investitionen und die Funktionen, welche die Banken haben sollten.

Er entwickelte eine Theorie des Bankzinses, konkret: eine Theorie des Verhältnisses zwischen dem kurzfristigen Zinssatz der Zentralbank und den langfristigen Zinssätzen, die sich basierend auf den verschiedenen Erwartungen der unterschiedlichen Akteure und den Bedingungen des Kapitalmarkts herausbilden (Keynes 1971c, 179–190). Er thematisierte das fragile Zusammenspiel zwischen dem erwarteten Niveau des Zinssatzes, den Ertragserwartungen und der Investitions- und Verschuldungsbereitschaft von Unternehmern und wies dem Staat erneut eine regulierende Funktion zu.

Daher fokussierte er gegenüber dem Macmillan Committee auf die Zinsstruktur als einen neuen Erklärungsansatz für die kontextsensitive Erwartungsbildung. Diese unterschiedlichen Zinssätze sind als Ergebnis von Entscheidungsprozessen der heterogenen Akteure unter Unsicherheit zu verstehen.

> The short-term rate of interest is easily controlled by the monetary authority, [...] because it is not difficult to produce a conviction that its policy will not greatly change in the very near future, and also because the possible loss is small compared with the running yield (unless it is approaching vanishing point).
> But the *long-term rate* may be more recalcitrant when once it has fallen to a level which, on the basis of past experiences and present expectations of *future* monetary policy, is considered 'unsafe' [...]. For instance, in a country linked to an international gold standard, a rate of interest lower than prevails elsewhere will be viewed with a justifiable lack of confidence [...]. (1971b, 203; Hervorhebungen EM)

Bezogen auf die Laufzeitstruktur der Zinsen kommentiert Blinder zustimmend:

> The interest-sensitive components of aggregate demand react mainly to the *real long rate* while the central bank controls only the *nominal short rate*. In other words, the interest rate the central bank can control doesn't matter (much), and the rates that really matter cannot be controlled. On the surface, this seems a devastating conundrum. (Blinder 1998, 30; Hervorhebungen EM)

Während Keynes die Bedeutung des Niveaus des *langfristigen* Zinssatzes für Investitionen betonte, behauptete das britische Finanzministerium mit Blick die BoE, diese setze mit dem kurzfristigen Zinssatz bereits den notwendigen Impuls für eine Investitionsentscheidung. Keynes opponierte, da dies keine hinreichende Bedingung sei. Die Investitionsentscheidung hänge von diversen, unbekannten Faktoren ab, deren kontextuelle Relevanz sich erst in der Zukunft identifizieren lasse (Keynes 1971d, 202).

Die Zentralbank ist mit der Festsetzung des kurzfristigen nominalen Zinssatzes in Finanzierungsprozesse involviert, ohne jedoch linear die langfristigen Marktinteraktionen determinieren zu können (Keynes 1971d, 325). Die Erwartungsbildung und der monetäre Transmissionsprozess verlaufen nicht in der Flugbahn einer Billardkugel (Muchlinski 2011).

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71

Generated for Hochschule für angewandtes Management (Hochschule für angewandtes Management) on 2022-09-12 12:12:12
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

## 5 Staat, Markt und Zentralbanken im Zeitenumbruch

„Extraordinary times require extraordinary action. There are no limits to our commitment to the euro." – Christine Lagarde, Präsidentin der EZB (2020a)

In der COVID-19-Pandemie wurde sowohl in den Industrieländern als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften eine engagiertere Zusammenarbeit von geldpolitischen Maßnahmen und staatlichen Hilfsprogrammen praktiziert, deren Dimensionen bisher unvorstellbar waren. Dies zeigen die Daten der OECD und des IWF.[18] Diese Kooperationen zielten darauf ab, die negativen Konsequenzen der Spirale aus Lockdown, Arbeitslosigkeit, Produktions- und Einkommensverlusten in hohem Umfange, Nachfrage- und Angebotsschock und Insolvenzen in den Güter- und Finanzmärkten abzufedern.[19] Zugleich bewirkten diese materiellen Hilfen auch die Stabilisierung des Vertrauens vor dem Hintergrund der sich abrupt ändernden Kontexte. Damit wirkten sie positiv auf die Erwartungsbildung.

Ungeachtet der im Abschnitt 3.3 skizzierten unvollendeten finanziellen und fiskalischen Architektur in der europäischen Währungsunion hat die EZB das Zusammenspiel von Geld- und Fiskalpolitik als einen integralen Teil ihrer neuen, im Juli 2021 publizierten Strategie definiert (vgl. Altavilla, Lemke et al. 2021; EZB 2021, 2022).

Brunnermeier analysiert mit Blick auf die Phase zwischen März 2020 und dem Spätsommer desselben Jahres ein stabiles Resilienzmuster der Märkte für Unternehmensanleihen und Staatsanleihen als eine Konsequenz der Kooperationen von Konjunkturprogrammen und Interventionen der Zentralbanken (2021, Kapitel 10).

Die GFC 2007/2008 war *endogen* durch das Spiel der Finanzintermediäre, basierend auch auf der Regulierungsarbitrage, ausgelöst worden. Während der Staat abrupt mit den Konsequenzen seiner jahrelangen Deregulierungspräferenz konfrontiert wurde, verdeutlichte die GFC für die Zentralbanken die Grenzen ihrer bis dahin favorisierten ‚Great Moderation' (Blinder 2013b; Borio 2011; Muchlinski 2014; White 2009).

### 5.1 Strikte Trennung von Staat und Zentralbank?

Blinder resümiert mit der folgenden Analogie rückblickend auf die GFC 2007/2008 die Kooperationsmöglichkeiten von Zentralbank und Regierung am Beispiel der Notenbank der USA (FED):

> During and after the financial crisis, there has certainly been a great deal of cooperation between many central banks and their corresponding treasuries or finance ministries. (Hereafter, ‚treasuries.') Did that cooperation go too far, so that it threatened or threatens central bank independence? If I may paraphrase Ronald Reagan, is the order of the day: *Mr. Bernanke, put back that wall?* (Blinder 2013a, 1)

Die Unabhängigkeit der Zentralbanken beruht auf der empirisch gestützten Erfahrung, dass sie die Tendenz zur dauerhaften Inflation verhindert (Blinder, Ehrmann et al. 2017). Konträr dazu wird angenommen, dass Politiker an der Inflation interessiert sind, da sie dazu beiträgt, die Belastung der Staatsschulden zu verringern, wenn auch nicht direkt vor einem Wahltermin.[20] Die

18 International Monetary Funds (2021), vgl. auch European Parliament (2022).

19 Die Antworten des Federal Reserve Board (FED) werden u. a. von Milstein und Wessel (2021) skizziert.

20 Die Politik ihrerseits weist diese Annahme zurück: Die Inflation senke den Konsum und die Steuereinnahmen des Staates. Von den Vor- und Nachteilen der Inflation handeln zahllose Diskurse, die an dieser Stelle nicht wiedergegeben werden sollten.

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71

Duncker & Humblot GmbH at 88.198.162.162 on 2025-09-09 22:39:43
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

neuere Forschung unterstützt die Überlegung, dass eine Kooperation von Zentralbank und Regierung effektiv ist, *sofern die Unabhängigkeit* der Zentralbank gegeben ist (Bernanke 2020; Blinder und Goodhart 2001; Borio 2011).

## 5.2 Kooperative Strategien der Zentralbanken

Die moderne Literatur analysiert die Zentralbanken als Partner in den strategischen Kooperationen von Markt und Staat (Campbell, Evans et al. 2012, Cecchetti und Schoenholtz 2019). Als unabhängige Institutionen verfügen sie über die Fähigkeit, die Finanzierungsbedingung und das Vertrauen zu stabilisieren, um ansteckende Effekte (‚Contagion') auf die globalen Märkte abzuwenden. Dazu intervenierten sie mit distinkten Methoden, u. a. mit Swap-Lines, wie nachstehend verdeutlicht werden soll:

Die FED hatte am 11. September 2001 nach dem Angriff auf das World Trade Center mit dieser neuen internationalen Notfallliquiditätsfazilität begonnen. Dieses Instrument zielt auf die Liquiditätsbereitstellung für Zentralbanken ab, die in hohem Maße an Finanztransaktionen auf US-Dollar-Basis beteiligt sind.

In der GFC gewährte die FED der Bank of Canada, der BoE und der EZB bis zu 90 Milliarden US-Dollar durch Swap-Lines gegen ihre lokale Währung, die diese Zentralbanken an Geschäftsbanken in ihren eigenen Jurisdiktionen verleihen (Bahaj und Reis 2018). Diese Swaps ermöglichten Liquidität in US-Dollar für Geschäftsbanken auf der ganzen Welt, einschließlich derjenigen, die keine US-Tochtergesellschaften oder unzureichende notenbankfähige Sicherheiten haben, um direkt von der FED Kredite aufzunehmen.

Der Bedarf der europäischen Banken an US-Dollar war ein Indikator für ihre hohe Verschuldung und ihre Involviertheit in dieser GFC. Philipp Lane bezeichnet dies als „most dramatic turnaround matter" (Lane 2012, 8). Andere Untersuchungen bestätigen, dass sie elementare Mitspieler im amerikanischen US-Subprime-Markt waren: „Capital first flows out of the US and then flows back in. In this way, the cross-border flows generated by the European Banks banks net out, and are not reflected as imbalances in the current account" (Borio, James und Shin 2014, 16). Tatsächlich waren sie die Hauptadressaten von US-Dollar-Swaps, da ihre Exposition gegenüber dem US-Subprime-Markt im Zuge der Krise einen enormen Finanzierungsdruck erzeugte (McGuire und von Peters 2009).

Die Währungs- oder Devisenswaps zwischen Zentralbanken, z. B. CB-1 und CB-2, basieren auf einer vertraglichen Vereinbarung, wobei die kreditgebende Zentralbank die Währung einer anderen im Austausch gegen ihre eigene Währung erhält, die als Sicherheit hinterlegt ist. Hierbei verpflichtet sich sowohl CB-1 als auch CB-2, die Transaktion und die geliehene Währung zuzüglich eines Preises für diese Aktion, d. h. eines vereinbarten Zinssatzes, zu einem bestimmten Termin zurückzuzahlen. Streng genommen impliziert ein solcher Währungsswap eine monetäre oder finanzielle Interdependenz zwischen diesen teilnehmenden Zentralbanken. Im Gegensatz dazu ist der Kauf von Devisenreserven gegen eigene Währung eine individuelle Handlung einer Zentralbank und im Vergleich riskanter – je nach Wechselkursänderungen in den Devisenmärkten.

Auch sogenannte ‚Repo-Swaps' basieren als Rückkaufvereinbarungen auf einer vertraglichen Abmachung zwischen den teilnehmenden Zentralbanken. Repo-Linien sind Vereinbarungen, bei denen die kreditgebende Zentralbank einer anderen Zentralbank den vereinbarten Zugang zu

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71
Generated for Hochschule für angewandtes Management (Hochschule für angewandtes Management) on 2022-10-19 12:12:12
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ihrer Währung gewährt und zu diesem Zweck Vermögenswerte in derselben Währung zur Absicherung der Rückzahlung akzeptiert. Um diese Repo-Swaps auf einer wertstabilen Basis zu garantieren, wendet die Zentralbank (CB-1) einen Abschlag auf den Wert der von ihren Gegenparteien (CB-2, CB-3, CB-x) hinterlegten Sicherheiten an, d. h., sie gewährt das Darlehen mit einem Abschlag, auch bekannt als Hair-Cut (vgl. Brunnermeier, Crockett et al. 2009). Diese Praxis spiegelt die Anwendung von Abschlägen auf reguläre geldpolitische Operationen wider. Beispiel: CB-2 will 1 Million € von CB-1 leihen und bietet dafür Sicherheiten an. Die kreditgewährende CB-1 akzeptiert nur 95 % dieser Sicherheiten, d. h., sie gewährt das Darlehen mit einem Abschlag von 5 %.

In ihrer Funktion als Lender of last Resort verfügen Zentralbanken über die Fähigkeit, endogene Risiken mit innovativen Instrumenten zu reduzieren. Dadurch gelingt es, den Risikopreis zu senken, wodurch abrupte und volatile Restrukturierungen der Finanzportfolios verhindert werden. Sie garantieren einen effektiven Backstop für die Funktionsfähigkeit des monetären Transmissionsprozesses. Damit initiieren sie zudem Lernprozesse und tragen zu einem nachhaltigeren Resilienzmuster und zur Erwartungsbildung der Akteure bei (vgl. Brunnermeier 2021).

Ein Beispiel für die Lender-of-last-Resort-Funktion ist auch die EZB. Im vierten Quartal von 2011 und im zweiten Quartal von 2012 lancierte sie erstmalig eine dreijährige Long-Term Refinancing-Operation (LTRO), um die Funktionsfähigkeit des monetären Transmissionsmechanismus zu gewährleisten (Praet 2016a, 2016b). Die europäischen Banken, insbesondere französische und deutsche, zahlten diese noch vor Fälligkeit zurück.[21] Im Jahr 2014 folgte mit den Targeted Long-Term Refinancing-Operations (T-LTRO) eine weitere Liquiditätslinie, um für die europäischen Banken die Oppportunitätskosten der Präferenz für ihre Geldhaltung zu erhöhen und einen Anreiz für die Kreditgewährung gegenüber dem Realsektor zu gewähren. Es folgten weitere modifizierte Liquiditätsfazilitäten als komplementäre Massnahme zur Forward Guidance (seit 2014) und zur seit Ende 2014 von der EZB umgesetzten quantitativen Lockerung (QE).

Dieses erfolgreiche Handeln der EZB in der Folge der GFC erwies sich als ein effektives Handlungsmuster für die COVID-19-Pandemie. Das im März 2020 eingesetzte Pandemic Emergency Purchase Programme zeigte eine unmittelbare Wirkung auf die aufkommende Panik in den Finanzmärkten (EZB 2021a). Es ist dieser analytischen Antizipation seitens der Zentralbanken zu verdanken, dass es nicht zu einem umfassenden Vertrauensverlust und zu Störungen in der Phase des Lockdowns in den Märkten gekommen ist (EZB 2021a; Milstein und Wessel 2021).

Die Literatur dokumentiert die Maßnahmen, die von der FED und der EZB seit dem Frühjahr 2020 ergriffen wurden, um die resilienten Strukturen in der Wirtschaft und den Finanzbeziehungen zu unterstützen. Dabei wurden erneut innovative Formen der Swaps entwickelt und eingesetzt (McCauley und Schenk 2020; Panetta und Schnabel 2020; vgl. 3. Kapitel aus ECB 2021c).

Dessen ungeachtet wird gegenüber den Handlungsmöglichkeiten der Zentralbanken häufig das Moral-Hazard-Argument vorgetragen, wonach ihr effektiver Handlungswille zu endogen verur-

21 Zu den Wechselwirkungen zwischen nationalen Banken und nationaler Bankenregulierung und Staatsverschuldung, siehe den instruktiven Beitrag von Merler and Pisani-Ferry (2012).

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71
Duncker & Humblot GmbH at 88.198.162.162 on 2025-09-09 22:39:43
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

sachten Krisen führen muss. Dabei wird jedoch übersehen, dass diese Handlungsfähigkeit nur durch die Unabhängigkeit der Zentralbanken möglich ist.

## 6 Zeitenumbruch in Deutschland und Konsequenzen für die Europäische Währungsunion und Europa

Die Folgen dieses Policy-Mix für die längere Perspektive sind, gerade wegen der gravierenden Änderung des Kontextes seit dem 24. Februar 2022 für Deutschland und für Europa, derzeit nicht messbar. Als Konsequenz der exorbitanten hohen Kosten der Bewältigung der Pandemie wurden die Fiskalregeln bis zum Frühjahr 2023 von der Europäischen Kommission suspendiert:

> The European Commission has adopted a Communication providing Member States with guidance on the conduct of fiscal policy in 2023. It sets out the key principles that will guide the Commission's assessment of Member States' stability and convergence programmes. It also provides an overview of the state of play on the economic governance review. (European Commission 2022a)[22]

In Deutschland werden dessen ungeachtet Forderungen erhoben, zu den Fiskalregeln zeitnah zurückzukehren, um die Glaubwürdigkeit der Zahlungsfähigkeit einzelner Länder bzw. der Währungsunion als ganzer zu sichern.

Warum der Rekurs auf Regeln aus den 1980er Jahren im Zeiten*umbruch* sinnvoll sein sollte, wird nicht stimmig begründet. Der Rückgriff auf die fixierten Regeln ersetzt nicht die Suche und das Ausprobieren von resilienteren Handlungsformen. Zudem bestätigt, wie bereits erwähnt, die aktuelle Forschung nicht die in akademischen und öffentlichen Debatten vorgetragene Hypothese der unanfechtbaren Glaubwürdigkeit eines regelgebundenen fiskalischen Verhaltens, wonach Finanzmärkte rational die Risikoprämien bewerten und bei steigender Staatsverschuldung automatisch herabstufen (vgl. De Simone, Canale et al. 2021).

Auch die Debatte über die Tragfähigkeit von Staatsverschuldung, auf die ich im Abschnitt 3.3. eingegangen bin, hat nun infolge des Angriffskriegs auf die Ukraine erneut den Rang von Tagespolitik erhalten, wenn auch nicht mit so umfassender Unterstützung wie noch in der Phase 2012–2015.

Die akademische Auseinandersetzung zu dem Aspekt, warum der Rekurs auf Regeln aus den 1980er Jahren im Zeiten*umbruch* sinnvoll sein sollte, führte bereits im Zuge der Aufarbeitung der GFC und der nachfolgenden Krise im Euroraum, somit auch vor der COVID-19-Pandemie, zu einigen überzeugenden Schlussfolgerungen, die die aktuelle Forschung weitgehend unterstützen. Deren Quintessenz lautet: Fiskalregeln sind umso glaubwürdiger, je effektiver und flexibler sie einen Spielraum für die wachstumsfördernden Instrumente implizieren (vgl. Messori 2020; Truger 2020).

Im Abschnitt 3.3. erwähnte ich aktuelle empirische Untersuchungen, die verdeutlichen, dass Risikoprämien von Staatsanleihen positiv bewertet werden, insofern die steigende Staatsverschuldung, mithin die steigenden Haushaltsdefizite auch neue Wachstumsimpulse erwarten lassen. Die oft konstatierte negative Korrelation von steigenden Haushaltsdefiziten und einem Vertrauensverlust in die Zahlungsfähigkeit einer Regierung vernachlässsigt bedeutende Kontextfaktoren,

22 Zu den aktuellen Vereinbarungen über die Fiskalpolitik bis 2023 vgl. auch European Commission (2022b).

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71
Generated for Hochschule für angewandtes Management (Hochschule für angewandtes Management) on 2024-04-19 12:12:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

u. a. die anfängliche Höhe der Verschuldung, den Verlauf der Schuldentilgung, die BIP-Entwicklung und die Dynamik der Zinssätze (vgl. Bernoth et al. 2004; Gibson, Hall et al. 2017; Molnar 2012).

Diese wahrnehmbare rückwärtsgewandte Orientierung auf die Fiskalregeln lässt den effektiven Handlungswillen vermissen, womit auch die Fähigkeit zum Handeln eliminiert wird. Während Deutschlands neue deklarierte Strategie des *Zeitenumbruchs* imposante, notwendige und mutige Schritte in Richtung Europa beinhaltet und eine Bereitschaft zur *gemeinsamen* Abstimmung des eigenen Handelns mit den europäischen Partnern und den NATO-Verbündeten zu erkennen ist, zirkulieren in einigen politischen Debatten allzu oft deutsche bzw. nationale Interessen. Diese erinnern nicht nur an die zwei Jahrzehnte der makroökonomischen ‚Vollbremsung', des ‚Sparens' mit dem Ziel der ‚schwarzen Null' im Bundeshaushalt. Sie schlagen sich vielmehr auch in den bedauernswerten Konsequenzen dieser reduzierten privaten und staatlichen Investitionen in die dringend erforderlichen Infrastrukturen auf den Ebenen von Städten, Gemeinden, Ländern und Bund nieder – hierzu gehören u. a. Schulen, Wohnungen, Modernisierungen, Informations- und Kommunikationstechnologien, der Breitbandausbau und die vernachlässigten Investitionen in erneuerbare Energien.

Dass Kriegsverläufe und Kriegsfolgen nicht mit dem Mantra ‚Sparen, sparen, sparen!' zu beeinflussen sind, betonte auch Keynes, dessen Lebenskontext die wirtschaftlichen Folgen des Ersten und des Zweiten Weltkrieges umfasst.

In dieser Hinsicht geht die aktuelle Debatte in Deutschland, die sich auf die Höhe der Kreditaufnahme des Staates konzentriert, auch in die falsche Richtung. Dies erinnert an die Frage, wer für das Löschmittel bezahlen soll oder ob wir uns das Löschmittel leisten können, das für die Brandbekämpfung notwendig ist, während die Feuerwehr dabei ist, das Feuer zu stoppen.

Es ist daher nicht überraschend, dass die OECD im Dezember 2020 Deutschland in diversen Lebensbereichen und bezüglich der oben angeführten Infrastrukturen im Ranking mit den anderen OECD-Staaten einen der letzten bzw. den vorletzten Rang (OECD 2020) zuwies.

Diese Fokussierung auf die immer gleiche Frage ‚Können wir uns das überhaupt leisten?', z. B. einen mutigen Zeiten*umbruch*, erinnert zudem an die Warnung von Keynes, dass es keine resiliente wirtschaftliche Entwicklung geben kann, wenn das Entwerfen von Lösungen nicht mit dem Erproben von neuen Handlungsmustern kombiniert wird. Nur auf diese Weise gelingt es, neue Kontexte zu schaffen. Dies gelingt nicht, wenn das Handeln durch Fragen wie ‚Where is the money to come from?' eingeengt wird, denn damit wird auf Innovationen und die Fortentwicklung bestehender Ressourcen verzichtet.

Deutschland ist ein bedeutender Partner für die europäischen Nachbarn und befindet sich mit seiner aktuellen Strategie des Zeiten*umbruchs* auf dem Weg hin zu einer verbesserten konstruktiven und kooperativen Gemeinschaft in Europa. Das setzt auch voraus, dass Deutschland, anders als dies nach der Auflösung der Sowjetunion der Fall war, nicht mehr im Alleingang seine Produktionsstätten in Richtung der europäischen Standorte ausdehnt, in denen sich Kostenvorteile für deutsche Unternehmen aus geringeren Löhnen und Steuerbelastungen ergeben (vgl. die Analyse von Celi et al. 2020).

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71

Duncker & Humblot GmbH at 88.198.162.162 on 2025-09-09 22:39:43
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Mit Blick auf die aktuelle Diskussion – Zeiten*umbruch* 2022 – sind kooperative Interaktionen erforderlich, die es erlauben, die wissenschaftlichen, institutionellen und professionellen Ressourcen jeder Gesellschaft zusammenzubringen und sie zu transformieren. Dies gilt für Deutschland, das gegenwärtig die G7-Präsidentschaft innehat, und für Frankreich, das die EU-Ratspräsidentschaft bis Juni 2022, gefolgt von Schweden, führt.

Europa ist nicht und war nie die Summe aller nationalen Einzelinteressen. ‚Europa' ist der Name eines gemeinsames Projekts der vielen Interessen. Isabel Schnabel, Direktoriumsmitglied der EZB, beschreibt dies in ihrem jüngsten Vortrag treffend als „United in Diversity" (2022).

Wie im zweiten Abschnitt ausgeführt, verbinde ich das Konzept des Zeiten*umbruchs* mit dem effektiven Handlungswillen, mithin mit der Handlungsfähigkeit, deren Verwirklichung an Kontexte gebunden ist. Wenden wir uns an dieser Stelle dem Theorieansatz von Anscombe zu, wonach die Gründe von Handlungen „unter eine Beschreibung [zu] bringen" sind (Anscombe 1993, 71 f.). Das Handeln impliziert eine Wahl zwischen sinnvollen Optionen *und* eine Realisierungschance. Dies verbinde ich mit der von Nussbaum thematisierten Capability bzw. der Fähigkeit zum Handeln und der Verknüpfung mit den Voraussetzungen für deren Verwirklichung. Die These von Anscombe lautet: Es gibt verschiedene Darstellungsformen von Handlungsbeschreibungen, aber nur eine bestimmte Beschreibung kann das Vertrauen in die Handlung begründen, z. B. in einem Zeiten*umbruch*, der mit neuen begründeten Handlungen realisiert wird. Die Gründe für Handlungen im Zeiten*umbruch* müssen einen Bezug zur Praxis – z. B. den Kooperationen mit den EU-Institutionen – aufweisen, mithin eine Perspektivierung von Deutschland auf den europäischen Kontext der Handlungen bzw. Praxis beinhalten, um Vertrauen zu erlangen. Die Handlung selbst basiert auf Absichten, z. B. dem deklarierten Zeiten*umbruch*. Absichten, so möchte ich Anscombe resümieren, sind keine mentalen Zustände, da sich die äußeren Handlungsbedingungen nicht durch Selbstbeobachtung erfassen lassen. Absichten sind somit nicht verborgen, sondern evident als ein praktisches Handeln, als Dialogizität. Diese Perspektive auf die Absicht der Person, der Institution, des Staates, der Zentralbank und der Marktakteure ist für die ökonomischen Handlungen und die Koordination im Markt relevant.

„Unter Beschreibungen bringen" meint daher, die Voraussetzung für die Interaktion mit anderen, Personen oder Institutionen, zu schaffen (Anscombe 1993, 78 f.). Das Explizieren von impliziten Kontexten beinhaltet eine Konstituierung von praktischen Handlungskontexten. Die verschiedenen Interessen, etwa der 19 Mitgliedstaaten der EWWU bzw. der 27 Mitgliedstaaten der EU, in einer *gemeinsamen Beschreibung zu artikulieren*, erlangt dadurch eine neue Bedeutung, generiert eine neue Dimension der Beschreibung. Europa ist ein *gemeinsames Projekt* und insofern mehr als die Summe der nationalen Interessen (vgl. auch Delors-Bericht 1989).

Die Darstellung von COVID-19-Fiskalprogrammen einzelner Staaten, der EU oder der USA, sowie der geldpolitischen Programme von Zentralbanken dieser Entitäten, ist eine Benennung von einzelnen Handlungen. Werden diese einzelnen Handlungen ‚unter eine Beschreibung' gebracht, entsteht eine neue Dimension und Deskription, z. B. die der resilienten Wirtschaft. Die Wanderung einer Gruppe über einen schwierigen Gebirgsgrat ist – zweifellos – die Wanderung eines jeden Einzelnen aus dieser Gruppe. Sie konfiguriert aber darüber hinaus etwas Neues, einen neuen Erfahrungsraum, der nicht räumlich und zeitlich fixiert ist.

Das verdeutlichen auch die Analysen der Autoren Horn, Meyer und Trebesch (2020). Sie zeigen in ihrer Studie, dass es seit den 1970er Jahren ein zentrales Merkmal der Staaten Europas war, nicht

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71

Generated for Hochschule für angewandtes Management (Hochschule für angewandtes Management) | 2024-04-19 12:12:05
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

nur ihre Kooperationsbeziehungen zu beweisen, sondern sie auch mit kreativen und innovativen Instrumenten weiterzuentwickeln. So wurde 1976 erfolgreich die erste Gemeinschaftsanleihe emittiert, um die negativen Folgen des Ölpreisschocks für einige stark betroffene Mitgliedstaaten (wegen der Iran-Krise und des OPEC-Kartells) finanziell abzufedern. In den 1980er Jahren folgten weitere erfolgreiche Initiativen der europäischen Zusammenarbeit.

Die Auswertungen der historischen Daten bestätigen, so Horn, Meyer und Trebesch, dass diese kooperativen Strategien von den europäischen Regierungen zum Erfolg führten. Eine Priorität war dabei das gemeinsame Entwickeln von Lösungen. Es wurden verschiedene finanzielle Hilfsprogramme entwickelt, um Ländern, die durch exogene Schocks auf finanzielle Unterstützungen angewiesen waren, umgehend zu helfen und „zusammen mit substanziellen Garantien auf andere Mitglieder in Not auszudehnen. Die notwendigen institutionellen Vorkehrungen wurden oft flexibel und schnell getroffen, womit sie auch ein elementares Markenzeichen dieser EU hervorheben" (Horn, Meyer, Trebesch 2020, 3). Seit der Einführung der gemeinsamen Anleihen im Jahr 1976 konnte die Europäische Kommission kontinuierlich weitere Anleihen erfolgreich lancieren.

Somit reiht sich das neue Darlehensprogramm SURE, das im 4. Quartal 2020 aufgelegt wurde, in eine Tradition der Koalition der Willigen ein. Auf der Grundlage des im Juli 2020 vereinbarten EU-Next-Generation Programm, deren Teil auch das Pandemie Aufbauprogramms (RRF) ist, wurde die Finanzierung von Sozialbonds, SURE für jene Länder der EU beschlossen, die von der Pandemie vergleichsweise stark betroffen sind und über weniger Mittel und Instrumente verfügen, finanzielle Unterstüzungsmassnahmen für ihre Bürger zu finanzieren.[23]

Das Ziel der Europäischen Kommission war es bis zu einer Obergrenze von 100 Milliarden Euro Kapital auf den internationalen Finanzmärkten aufzunehmen.[24] Dieses Ziel wurde mit großem Erfolg errreicht. Die Emissionen dieser Sozialbonds stieß bei den internationalen Investoren auf ein sehr großes Interesse.

Die EU bot an drei Terminen verschiedene Tranchen und Summen zu je unterschiedlichen Laufzeiten in Höhe der 100 Mrd. Euro an den Finanzmärkten an. Die Nachfrage überstieg mit insgesamt 233 Milliarden Euro deutlich das von der EU angebotene Paket.

Diese Überzeichnung ist ein positives Signal für die hohe Glaubwürdigkeit der EU als Schuldner.[25] Dadurch lassen sich auch Reputationsgewinne für die EU als Gesamtschuldner herleiten, insbesondere vor dem Hintergrund ihres Markenzeichens, wie Horn, Meyer und Trebesch (2020) ausführen. Reputation basiert auf den positiven Erfahrungswerten, letztlich auf einer gelungenen Zusammenarbeit mit den internationalen Akteuren. Auch deshalb ist dieses fiskalische Instrument als Teil der „partial fiscalization" (Bordo and James 2017) zu begrüßen und sollte es die bisherigen Kontroversen über eine gesamtschuldnerische Haftung der EWWU (‚geht nicht') in eine resiliente Richtung voranbringen.

---

23 Verordnung (EU) 2020/672 des Rates vom 19. Mai 2020 zur Schaffung eines Europäischen Instruments zur vorübergehenden Unterstützung bei der Minderung von Arbeitslosigkeitsrisiken in einer Notlage (SURE) im Anschluss an den COVID-19-Ausbruch.

24 Verordnung (EU) 2020/672 des Rates vom 19. Mai 2020 über die Schaffung eines europäischen Instruments zur vorübergehenden Unterstützung zur Minderung von Arbeitslosenrisiken im Notfall (SURE) nach dem Ausbruch von COVID-19 https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX%3A32020R0672.

25 Die EU-Sozialbonds: https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations_en#sure-social-bonds.

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71
Duncker & Humblot GmbH at 88.198.162.162 on 2025-09-09 22:39:43
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Sie verdeutlicht das große Interesse der internationalen Anleger an diesen sozialen Anleihen. Die sozialen Anleihen der EU wurden mit dem AAA-Rating für Kreditqualität ausgezeichnet. Analysen betonen, dass aus Anlegersicht gerade die Bindung der Zulassungen an den sozialen Zweck in hohem Maße attraktiv war.[26] Das SURE-Programm ist eine kooperative und erfolgreiche Strategie der Europäischen Kommission.

Das EZB-Direktoriumsmitglied, Frau Isabel Schnabel spricht in ihrem aktuellen Vortrag von deutlichen Reputationsgewinnen, da es der EU mit der Emission der SURE-Bonds gelungen ist, einen resilienten Vertrauenskanal aufzubauen (vgl. Schnabel 2022, 4).

## 7 Einige Schlussfolgerungen

Zeiten des *Umbruchs* wie die der gegenwärtigen postpandemischen Phase und der akuten Kriegssituation in Europa verdeutlichen das Gebot der Kooperation von Markt, Staat und Zentralbank zur Stabilisierung der wirtschaftlichen Aktivitäten. Damit tragen diese auch dazu bei, die erhöhte Unsicherheit zu reduzieren und das Vertrauen in die Zukunft zurückzugewinnen. In strategischen Kooperationen zwischen Regierungen, Markt und Zentralbanken liegt eine ungleich höhere Gestaltungs*fähigkeit* und Chance des Gelingens der Transformation. Bezogen auf die erwähnte OECD-Bilanz der makroökonomischen Investitionsdefizite und den ‚Investitionsstau' hat Deutschland durch seine nationale Strategie, die insbesondere die kooperative Zusammenarbeit und die Synergieeffekte von Markt und Staat außer Acht ließ, seine Gestaltungsfähigkeit in unverantwortlicher Weise vernachlässigt. Dies verdeutlichte nicht zuletzt die COVID-19-Pandemie. So lassen sich bereits im effektiven Planungskontext hohe Synergieeffekte für die weiteren Umsetzungsschritte gewinnen, die dann im Handeln erprobt und weiterentwickelt werden können.

Fiskalische Konjunkturprogramme und das gemeinsame Agieren der EU und der EZB in der gegenwärtige Kriegsituation verdeutlichen das Potenzial der Gestaltungsmöglichkeiten für die europäische Gesellschaft. Als Institutionen ermöglichen sie es, neue Entwicklungspfade zu verankern (Praet 2019; European Commission 2021). Gerade in einer Zeit, in der Bedeutungen einem plötzlichen *Umbruch* unterliegen, in der neue Ereignisse nicht mehr zu alten Erklärungen und Lösungen passen, kommt es auf die Handlungsfähigkeit von Institutionen an.

Die ökonomischen und politischen Institutionen in Deutschland, deren Kooperationsoffenheit und Bereitschaft gegenüber den Institutionen in der EU in der Vergangenheit zu wenig artikuliert wurden, sind bereits zu neuen Bedeutungs*ufern* aufgebrochen und streben Kooperationen mit den relevanten EU-Institutionen an.

Auch die EZB kann Reputationsgewinne durch ihr engagiertes Intervenieren in der COVID-19-Pandemie seit März 2020 verbuchen, da sie dazu beitrug, die Panik in der EWWU zu beruhigen; auch gegenwärtig ist sie offensiv in Erscheinung getreten, um eine drohende finanzielle Fragmentierung in der Währungsunion zu verhindern (Schnabel 2022), die infolge des Angriffskriegs und der Energiepreisinflation drohen könnte. Auf diese Weise kann die EZB zusammen mit

26 Die EU als Kreditnehmer und Reaktionen der Finanzmärkte: https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations_en.


DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71
Generated for Hochschule für angewandtes Management (Hochschule für angewandtes Management) on 2022-12-12 12:12:12
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

anderen Zentralbanken in den Industriestaaten via Swap-Lines die Liquiditätsversorgung der Finanzmärkte sichern und damit zur Resilienz der globalen Finanzbeziehungen in einer Zeit des Umbruchs beitragen.

„Ging diese Zusammenarbeit zu weit, so dass sie die Unabhängigkeit der Zentralbank bedrohte?", fragt Alan Blinder (2013a, 1) – und verneint diese Frage sogleich. Auch Keynes, dessen Lebenskontext vom Ersten und Zweiten Weltkrieg imprägniert war, sah in strategischen Kooperationen von Industrie, Finanzen, Wissenschaft und Handel mit dem Staat und den Zentralbanken die größten Entwicklungschancen für eine resiliente Wirtschaft und Gesellschaft. Dabei beurteilt er die Finanzierung von privaten und staatlichen Investitionen als eine Wohlstandsentscheidung und als Ressource für die wirtschaftliche Entwicklung – ein Aspekt, den er in seinem BBC-Podcast „How Much Does Finance Matter?" vom 2. April 1942 herausarbeitete.

## Literaturverzeichnis


— Aldasoro, Inaki, Forsten Ehlers, Patrick McGuire und Goetz von Peter (2020): Global Banks' Dollar Funding Needs and Central Bank Swap Lines. https://www.bis.org/publ/bisbull27.htm (abgerufen am 27. 06. 2022).
— Alogoskoufis, Spyros und Sam Langfield (2019): Regulation the Doom-Loop. ECB Working Paper Nr. 2313, September 2019.
— Altavilla, Carlo, Wolfgang Lemke, Tobias Linzert, Jens Tapking und Julian von Landesberger (2021): Assessing the Efficacy, Efficiency and Potential Side Effects of The ECB's Monetary Policy Instruments since 2014. Revised, December 2021, ECB Occacional Paper 278, Frankfurt.
— Anscombe, Elisabeth (1993): Value und Ethics in Economics. Cambridge (Mass.), London.
— Backhouse, Roger E. und Bradley W. Bateman (2006): The Cambridge Companion to Keynes. Cambridge: Cambridge University Press.
— Bahaj, Saleem und Ricardo Reis (2018): Central Bank Swap Lines. https://voxeu.org/article/central-bank-swap-lines (abgerufen am 27. 06. 2022).
— Baldwin, Richard, Thorsten Beck, Agnès Bénassy-Quéré, Olivier Blanchard, Giancarlo Corsetti, Paul de Grauwe, Wouter den Haan, Francesco Giavazzi, Danile Gros, Sebnem Kalemli-Ozcan, Stefano Micossi, Elias, Papioannou, Paolo Pesenti, Chrisopher Pissarides, Guido Tabellini und Beatrice Weder di Mauro (Hrsg.) (2015): Rebooting the Eurozone: – Step 1 – Agreeing a Crisis Narrative. Center for European Studies. https://voxeu.org/epubs/cepr-reports/rebooting-eurozone-step-1-agreeing-crisis-narrative (abgerufen am 26. 06. 2022).
— Bateman, Bradley W. (2006): Keynes and Keynesianism. In: Backhouse und Bateman (2006), 271–290.
— Bateman, Bradley W., Toshiaki Hirai und Maria Cristina Marcuzzo (Hrsg.) (2010): The Return to Keynes. Cambridge (Mass.) und London: The Belknap Press of Harvard University Press.
— Beirne, John and Marcel Fratzscher (2013): The Pricing of Sovereign Risk and Contagion during the European Debt Crisis. Journal of International Money and Finance. Vol. 34, 60–82.
— Bénassy-Quéré, Agnès, Markus K. Brunnermeier, Henrik Enderlein, Emmanuel Farhi, Marcel Fratzscher, Clemens Fuest, Pierre-Olivier Gourinchas, Philippe Martin, Jean Pisani-Ferry, Hélène Rey, Isabel Schnabel, Nicolas Véron, Beatrice Weder di Mauro und Jeromin Zettelmeyer (2019): Euroe Area Architecture: What Reforms are still needed, and Why.


DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71

Duncker & Humblot GmbH at 88.198.162.162 on 2025-09-09 22:39:43
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

https://voxeu.org/article/how-reconcile-risk-sharing-and-market-discipline-euro-area (abgerufen am 26. 06. 2022).
— Bernanke, Ben S. (2004): Central Bank Talk and Monetary Policy, Speech, New York, October 7 (abgerufen 20. 06. 2022): https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200410072/default.htm
— Bernanke, Ben S. (2017): Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath. New York und London: Norton & Company.
— Bernanke, Ben S. (2020): The New Tools of Monetary Policy. American Economic Review, 110 (4), 943–983.
— Bernoth, Kathrin, Jürgen von Hagen und Ludger Schuknecht (2004): Sovereign Risk Premia in the European Government Bond Market. ECB Working Paper Series, 369.
— Blinder, Alan S. (2013a): Financial Crises and Central Bank Independence. Business Economics. 48 (3), 163–165.
— Blinder, Alan S. (2013b): After the Music Stopped: The Financial Crisis, The Response, and the Work Ahead. New York, The Penguin Press.
— Blinder, Alan S., Michael Ehrmann, Jakob de Haan und David-Jan-Jansen (2017): Necessity as the Mother of Invention: Monetary Policy after the Crisis. ECB Working Paper Series, 2047.
— Blinder, Alan S., Charles Goodhart, Philipp Hildebrand, Charles Wyplosz und David Lipton (2001): How Do Central Banks Talk. Geneva, Centre for Economic Policy Research.
— Bordo, Michael D. und Harold James (2017): Partial Fiscalization: Some Lessons on Europe's Unfinished Business. NBER Working Paper No. 23220, Cambridge (Mass.) http://www.nber.org/papers/w23220 (abgerufen am 26. 06. 2022).
— Borio, Claudio (2011): Central Banking Post-Crisis: What Compass for uncharted Waters? BIS Working Papers, 353.
— Borio, Claudio, Harold James und Hyun Shin (2014): The International Monetary and Financial System: A Capital Account Historical Perspective. BIS Working Papers, 457.
— Brunnermeier, Markus K. (2021): Die resiliente Gesellschaft: Wie wir künftige Krisen besser meistern können. Berlin, Aufbau Verlag. [Original: The Resilient Society. Colorado Springs, Endeavor Literary Press, 2021].
— Brunnermeier, Markus K., Andrew Crockett, Charles Goodhart, Avinash D. Persaud und Hyun Song Shin (2009): (Hrsg.) The Fundamental Principles of Financial Regulations. Geneva Reports on the World Economy 11. International Center for Monetary and Banking Studies. Geneva.
— Cabral, Nazaré da Costa (2021): The European Monetary Union After the Crisis: From a Fiscal Union to a Fiscal Capacity. London: Routledge.
— Campbell, Jeffrey R., Charles L. Evans, Jonas D. M. Fisher und Alejandro Justiniano (2012): Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance. Brookings Papers on Economic Activity, 1 (1), 1–54.
— Capolongo, Angela, Barry Eichengreen und Daniel Gros (2020): Safely Increasing the Supply of Assets: Internationalising the Euro in the Age of COVID-19. https://voxeu.org/article/internationalising-euro-age-COVID-19 (abgerufen am 27. 06. 2022).
— Cecchetti, Stephen G. und Kermit L. Schoenholtz (2019): Improving U.S. Monetary Policy Communications, CEPR Discussion Papers, 13915.
— Celi, Guiseppe, Dario Guarascio und Annamaria Simonazzi (2020): A Fragile and Divided European Union meets COVID-19: Further Disintegration or ‚Hamiltonian Moment'? Journal of Industrial and Business Economics, 47, 411–42.

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71

Generated for Hochschule für angewandtes Management (Hochschule für angewandtes Management) on 2022-12-12 12:12:12
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

— Cœuré, Benoît (2019): The Euro's Global Role in a Changing World: a Monetary Policy Perspective: Speech by Benoît Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB, at the Council on Foreign Relations, New York City, 15 February 2019. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190215~15c89d887b.en.html (abgerufen am 29. 06. 2022).
— De Grauwe, Paul (2015): Design Failures in the Eurozone. https://voxeu.org/article/design-failures-eurozone.
— De Grauwe, Paul (2020): The Role of ECB Monetary Policy and Financial Stress on Eurozone' Sovereign Yields. Springer Verlag.
— De Grauwe, Paul and Yuemei Yi (2012): Self Fulfilling Crisis in the Eurozone: An Empirical Test. Journal of International Money and Finance, Vol. 34, 15–36.
— De Simone, Elina, Rosaria Rita Canale und Nicola Spagnolo (2021): Financial Markets and Fiscal Discipline in the Eurozone. Structural Change and Economic Dynamics, 58, 490–499.
— Delors Committee for the Study of Economic and Monetary Union. Report on Economic and Monetary Union in the European Community (1989): https://www.ecb.europa.eu/ecb/access_to_documents/archives/delors/documents/shared/data/ecb.dr.delors890331_DraftFullReportTypewrittenNotes.en.pdf?8fc83a1aedfdd725e39c80726d84cea6 (abgerufen am 27. 06. 2022).
— Dostaler, Gilles (2008): Keynes and his Battles. An Augmented and revised edition of Keynes et ses Combats. Northampton, Edward Elgar.
— Draghi, Mario (2012): Verbatim of the remarks made by Mario Draghi: Speech of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London, 26 July 2012. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html (abgerufen am 27. 06. 2022).
— Draghi, Mario (2014): Monetary policy in the euro area: Opening keynote speech by Mario Draghi, President of the ECB at the Frankfurt European Banking Congress Frankfurt am Main, 21 November 2014. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141121.en.html (abgerufen am 27. 06. 2022).
— Draghi, Mario (2017): The Interaction between Monetary Policy and Financial Stability in the Euro Area. Keynote speech at the First Conference on Financial Stability organised by the Banco de España and Centro de Estudios Monetarios y Financieros, Madrid, 24 May 2017. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170524_1.en.html, (abgerufen am 26. 06. 2022).
— Draghi, Mario (2018a): Economic and Montary Union: Past and Present: Speech by Mario Draghi, President of the ECB, at the Europa-Konferenz organised by Hertie School of Governance, Jacques Delors Institute and Bertelsmann Foundation, Berlin, 19. September 2018. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180919.en.html (abgerufen am 27. 06. 2022).
— Draghi, Mario (2018b): Risk-Reducing and Risk-Sharing in our Monetary Union. Speech at the European University Institute, Florenz, 11 May 2018. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180511.en.html (abgerufen am 27. 06. 2022).
— Draghi, Mario (2019): Stabilisation Policies in a Monetary Union: Speech by Mario Draghi, President of the ECB, at the Academy of Athens. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp191001_1~5d7713fcd1.en.html (abgerufen am 28. 06. 2022).
— Eichengreen, Barry (2011): Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar. Oxford, Oxford University Press.
— Eichengreen, Barry und Daniel Gros (2021): Post-COVID-19. Global Currency Order: Risks and Opportunities for the Euro. Study requested by the ECON Committee, European Parlia-

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71

Duncker & Humblot GmbH at 88.198.162.162 on 2025-09-09 22:39:43
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ment, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies. Directorate-General for Internal Policy, European Parliament, Luxembourg. https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/652751/IPOL_STU(2020)652751_EN.pdf (abgerufen am 27. 06. 2022).

— European Central Bank (2020a): Our response to the Coronavirus Pandemic. https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.en.html (abgerufen am 27. 06. 2022).

— European Central Bank (2020b): Financial Integration and Structures of the European Area, March 2020. https://www.ecb.europa.eu/pub/fie/html/ecb.fie202003~197074785e.en.html (abgerufen am 27. 06. 2022).

— European Central Bank (2021a): Commitment and Persistence: Monetary Policy in the Economic Recovery. Keynote speech by Christine Lagarde, President of the ECB, at the 31st Frankfurt European Banking Congress 2021 „From Recovery to Strength". https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp211119~3749d3556c.en.html (abgerufen am 27. 06. 2022).

— European Central Bank (2021b): Occasional Paper Series: Monetary Fiscal Policy Interaction in the European Area. Work Stream on Monetary-Fiscal Policy Interactions, 273.

— European Central Bank (2021c): The Internationale Role of the Euro 2021. https://www.ecb.europa.eu/pub/ire/html/ecb.ire202106~a058f84c61.en.html

— European Central Bank (2022): Fiscal and Monetary Policy in a Monetary Union. https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/monetary-fiscal-policies.en.html (abgerufen am 27. 06. 2022).

— European Commission (2018): Towards a stronger International Role of the Euro. Contribution to the European Council and the Euro Summit December 2018. https://ec.europa.eu/commission/publications/towards-stronger-international-role-euro-commission-contribution-european-council-13-14-december-2018_en (abgerufen am 29. 06. 2022).

— European Commission (2021): Kommission ergreift weitere Schritte: Förderung der Offenheit, Stärke und Resilienz des europäischen Wirtschafts- und Finanzsystems. Pressemitteilung. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/ip_21_108 (abgerufen am 27. 06. 2022).

— European Commission (2022a): Press Release. Commission Presents Fiscal Policy Guidance for 2023. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_22_1476 (abgerufen am 29. 06. 2022).

— European Commission (2022b): Fiscal policy guidance for 2023. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/stability-and-growth-pact/fiscal-policy-guidance-2023_en (abgerufen am 29. 06. 2022).

— European Parliament, Directorate-General for Internal Policies of the Union, und Volker Wieland (2022): Overview of how Major Economies have Responded to the COVID-19 pandemic: Growth Trajectories, Debt Sustainability, best Practices. https://data.europa.eu/doi/10.2861/343 (abgerufen am 28. 06. 2022).

— Fratzscher, Marcel (2013): Stellungnahme zum Währungspolitischen Mandat der EZB sowie den möglichen Auswirkungen von Maßnahmen der EZB auf die nationalen Haushalte. https://www.diw.de/documents/dokumentenarchiv/17/diw_01.c.422690.de/stellungnahme_mfratzscher_bverfg_ezb_20130610.pdf (abgerufen am 26. 06. 2022).

— Gibson, Heather D., Stephen G. Hall und George S. Tavlas (2017): Self-fulfilling Dynamics: The Interactions of Sovereign Spreads, Sovereign Ratings and Bank Ratings During the Euro Financial Crisis. Journal of International Money and Finance, 73, 371–385.

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71



Generated for Hochschule für angewandtes Management (Hochschule für angewandtes Management) on 2022-12-12 12:12 GMT
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

— Guideline (EU) 2015/510 of the European Central Bank of 19 December 2014 on the implementation of the Eurosystem monetary policy framework (General Documentation Guideline) (ECB/2014/60) (recast). https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02014O0060-20210628 (abgerufen am 29. 06. 2022).
— Horn, Sebastian, Josefin Meyer und Christoph Trebesch (2020): Europäische Gemeinschaftsanleihen seit der Ölkrise: Lehren für heute?. https://www.ifw-kiel.de/fileadmin/Dateiverwaltung/IfW-Publications/-ifw/Kiel_Policy_Brief/2020/kiel_policy_brief_136.pdf (abgerufen am 28. 06. 2022).
— Howson, Susan (1988): Cheap Money and Debt Management in Britain 1932–1951. In: P. L. Cottrell und D. E. Moggridge (Hrsg.): Money and Power. Basingstoke, Macmillan.
— Howson, Susan (1993): British Monetary Policy 1945–1951. Oxford, Clarendon Press.
— Hudson, Callum, Benjamin Watson, Alexandra Baker und Ivailo Arsov (2021): The Global Fiscal Response to COVID-19. Reserve Bank of Australia, Bulletin, June, 100–109. https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2021/jun/the-global-fiscal-response-to-COVID-19.html (abgerufen am 27. 06. 2022).
— International Monetary Funds (2021): Fiscal Monitor Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic. October 2021, IMF Fiscal Affairs Department, Washington, D.C. https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Fiscal-Policies-Database-in-Response-to-COVID-19 (abgerufen am 27. 06. 2022).
— Janse, Anev Kalim und Roland Strauch (2020): Momentum builds for Europe's Capital Market Union. https://www.esm.europa.eu/blog/momentum-builds-europe%E2%80%99s-capital-markets-union (abgerufen 29. 06. 2022).
— Keynes, John Maynard (1971a): A Tract on Monetary Reform. The Collected Writings of John Maynard Keynes, Bd. IV. London: Macmillan for the Royal Economic Society.
— Keynes, John Maynard (1971b): The General Theory of Employment, Interest and Money. The Collected Writings of John Maynard Keynes, Bd. VII. London: Macmillan for the Royal Economic Society.
— Keynes, John Maynard (1971c): A Treatise on Money. 1. The Pure Theory of Money, The Collected Writings of John Maynard Keynes, Bd. V, London: Macmillan for the Royal Economic Society.
— Keynes, John Maynard (1971d): A Treatise on Money. 2. The Applied Theory of Money, The Collected Writings of John Maynard Keynes, Bd. VI, London: Macmillan for the Royal Economic Society.
— Keynes, John Maynard (1981): Activities 1929–1931. Rethinking Employment and Unemployment Policies. The Collected Writings of John Maynard Keynes, Bd. XX, London: Macmillan for the Royal Economic Society.
— Keynes, John Maynard (1982a): A Monetary Theory of Production. In: The Activities 1939–1945: Internal War Finance. The Collected Writings of John Maynard Keynes, Bd. XXII. London: Macmillan for the Royal Economic Society, 381–412.
— Keynes, John Maynard (1982b): The Means to Prosperity. In: Essays in Persuasion. The Collected Writings of John Maynard Keynes, Bd. IX. Cambridge: Cambridge University Press for the Royal Economic Society, 335–366.
— Keynes, John Maynard (1982c): The General Theory of Employment. In: The Quarterly Journal of Economics, 209–23, republished in C.W., Vol. XIV, Cambridge: Cambridge University Press for the Royal Economic Society, 109–124.
— Keynes, John Maynard (1982d): British Finance After a Year of War, published in October 1940 in London Calling. In: The Collected Writings of John Maynard Keynes, Bd. XXII. London: Macmillan for the Royal Economic Society, 240–245.

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71

Duncker & Humblot GmbH at 88.198.162.162 on 2025-09-09 22:39:43
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

— Keynes, John Maynard (1982e): How Much Does Finance Matter? In: Activities 1940–1946: Shaping the Post-War World, Employment and Commodities. The Collected Writings of John Maynard Keynes, Bd. XXVII, 264–271.
— Keynes, John Maynard (1982f): Activities 1931–1939. World, Crisis and Policies in Britain and America. The Collected Writings of John Maynard Keynes, Bd. XXI, London: Macmillan for the Royal Economic Society.
— Keynes, John Maynard (2013): The Economic Consequences of Mr Churchill (1925). In: Essays in Persuasion. The Collected Writings of John Maynard Keynes, Bd. IX, Cambridge: Cambridge University Press for the Royal Economic Society, 207–230.
— King, Mervyn (2004): The Institutions of Monetary Policy. Richard T. Ely Lecture. American Economic Review, 94 (2), 1–13.
— Kregel, Jan (2010): Keynes's Influence on Modern Economics: Some Overlooked Contributions of Keynes's Theory of Finance and Economic Policy. In: Bateman, Hirai und Marcuzzo (2010), 241–256.
— Lane, Philip R. (2012): Financial Globalisation and the Crisis: Paper prepared for the 11th BIS Annual Conference on „The Future of Financial Globalisation", Lucerne, June 21st–22nd 2012. https://www.bis.org/events/conf120621/lane.pdf (abgerufen am 27. 06. 2022).
— Mazzucato, Mariana und Larry Randall Wray (2015): Financing the Capital Development of the Economy: A Keynes-Schumpeter-Minsky Synthesis. Working Paper, 837, Levy Economic Institute of Bard College.
— McCauley, Robert und Cathrine R. Schenk (2020): Swap innovation, then and now. https://voxeu.org/article/swap-innovation-then-and-now (abgerufen am 27. 06. 2022).
— McGuire, Patrick und Götz von Peter (2009): The US Dollar Shortage in Global Banking and the International Policy Response. BIS Working Papers, 291.
— Merler, Silvia und Jean Pisani-Ferry (2012): Hazardous Tango: Sovereign-Bank Interdependence and Financial Stability in the Euro Area. Banque de France, Financial Stability Review, no. 16, April. 1–10, http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/201204_Hazardous_Tango_RSF.pdf (abgerufen 30. 06. 2022).
— Messori, Marcello (2020): Europe's Debate on Fiscal Policy: To Much Yet too Little. CEPS Policy Insight. No 2020–08, April 2020. https://www.ceps.eu/ceps-publications/europes-debate-on-fiscal-policy/ (abgerufen am 28. 06. 2022).
— Milstein, Eric und David Wessel (2021): What did the Fed do in response to the COVID-19 crisis? https://www.brookings.edu/research/fed-response-to-covid19/ (abgerufen am 28. 06. 2022).
— Moggridge, Donald E. (1972): British Monetary Policy 1924–1931: The Norman Conquest of $4.86. Cambridge: Cambridge University Press.
— Moggridge, Donald E. (1992): Maynard Keynes: An Economist Biography. London: Routledge.
— Moggridge, Donald E. und Susan Howson (1974): Keynes on Monetary Policy 1910–1946, Oxford Economic Papers, New Series, 26 (2), 226–247.
— Molnar, Margit (2012): Fiscal Consolidation: Part 5. What Factors determine the Success of Consolidation efforts? OECD Economics Department Working Papers, 936.
— Muchlinski, Elke (1996): Keynes als Philosoph. Berlin: Duncker & Humblot.
— Muchlinski, Elke (2011): Central Banks and Coded Language. Risks and Benefits. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
— Muchlinski, Elke (2012): Keynes's Economic Theory: Judgment under Uncertainty. In: Cate, Tom (Hrsg.): Keynes' General Theory: Seventy Five Years Later. Cheltenham (UK) und Northampton (Massachusetts, USA): Edward Elgar Publishing, 58–74.


DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71

Generated for Hochschule für angewandtes Management (Hochschule für angewandtes Management) [DIW Berlin] 2022-12-12
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

— Muchlinski, Elke (2014): Why do markets react to words? On the Horizon, 22 (4), 318–327. http://dx.doi.org/10.1108/OTH-08-2014-0029.
— Muchlinski, Elke (2022): On the Rationale of Central Bank Transparency, Accountability and Communication. Cahiers d'économie politique: Histoire de la pensée et théories, 81, 109–161.
— Nussbaum, Martha C. (1988): Nature, Function and Capability: Aristotle on Political Distribution. Oxford Studies in Ancient Philosophy, Supplementary Volume, 145–184.
— Nussbaum, Martha C. und Amartya Sen (Hrsg.) (1993): The Quality of Life. Oxford: Clarendon Press.
— OECD (2020): Wirtschaftsausblick Deutschland. Damit aus Hoffnung Realität wird. https://www.oecd.org/wirtschaftsausblick/dezember-2020/ (abgerufen am 29. 06. 2022).
— Panetta, Fabio und Isabel Schnabel (2020): The Provision of Euro Liquidity through the ECS's Swap and Repo Operation: Blog post by Fabio Panetta and Isabel Schnabel, Members of the Executive Board of the ECB. https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200819~0d1d04504a.en.html (abgerufen am 27. 06. 2022).
— Peden, George C. (2006): Keynes and British Economy Policy. In: Backhouse und Bateman (2006), 99–117.
— Praet, Peter (2016a): The Importance of a Genuine Banking Union for Monetary Policy. Speech at the EMU Forum 2016, Österreichische Nationalbank, Wien. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp161124.en.html (abgerufen am 26. 06. 2022).
— Praet, Peter (2016b): Monetary Policy Transmission in the Euro Area. Addressed to the conference Global Implication of Europe Redesign. New York. 6. October 2016. http://www.bis.org/review/r161012i.htm (abgerufen am 26. 06. 2022).
— Praet, Peter (2019): On the Importance of Institutions as Provider of Stability and Protection in an Uncertain World. Member of the Executive Boad of the ECB, Brussels, 15th May 2019. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190515_1~8105888d6c.en.html (abgerufen am 27. 06. 2022).
— Reath, Andrews (1989): Hedonism, Heteronomy and Kant's Principle of Happiness. Pacific Philosophical Quarterly, 72, 42–72.
— Rothschild, Emma (1994): Adam Smith and the Invisible Hand. The American Economic Review, 84 (2), 319–322.
— Rothschild, Emma (2001): Economic Sentiments. Adam Smith, Condorcet, and the Englightenment. Cambridge (Mass.) und London, Harvard University Press, 116–156.
— Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Statistisches Bundesamt (2012): Sondergutachten. Nach dem EU-Gipfel: Zeit für langfristige Lösungen nutzen. Wiesbaden.
— Sayers, Richard S. (1976): The Bank of England 1891–1944. Cambridge, Cambridge University Press.
— Schnabel, Isabel (2022): United in Diversity – Challenges for monetary policy in a currency union: Commencement speech by Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, to the graduates of the Master Program in Money, Banking, Finance and Insurance of the Panthéon-Sorbonne University. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220614~67eda62c44.en.html (abgerufen am 27. 06. 2022).
— Schularick, Moritz (2021): Der entzauberte Staat. Was Deutschland aus der Pandemie lernen muss. München, Beck Verlag.
— Schularick, Moritz (2022): New Perspectives on Monetary Policy. Forum New Economy Working Papers, 3.
— Sen, Amartya K. (1993): Capability and Well-Being. In: Nussbaum und Sen (1993), 30–53.

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71

Duncker & Humblot GmbH at 88.198.162.162 on 2025-09-09 22:39:43
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

— Sims, Christopher A. (2012): Gaps in the Institutional Structure of the Euro Area. Banque de France. Financial Stability Review, Vol. 16, 217–223.
— Truger, Achim (2020): Reforming EU Fiscal Rules: More Leeway, Investment Orientation and Democratic Coordination. Intereconomics, 55, 277–281.
— Verordnung (EU) 2020/672 des Rates vom 19. Mai 2020 zur Schaffung eines Europäischen Instruments zur vorübergehenden Unterstützung bei der Minderung von Arbeitslosigkeitsrisiken in einer Notlage (SURE) im Anschluss an den COVID-19-Ausbruch. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX%3A32020R0672 (abgerufen am 27. 06. 2022).
— White William R. (2009): Should Monetary Policy „Lean or Clean"? Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper, 34. https://www.dallasfed.org/~/media/documents/institute/wpapers/2009/0034.pdf (abgerufen am 27. 06. 2022).
— White, William R. (2012): Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences. Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper, 126. https://www.dallasfed.org/~/media/documents/institute/wpapers/2012/0126.pdf (abgerufen am 27. 06. 2022).


DOI https://doi.org/10.3790/vjh.91.2.71
Generated for Hochschule für angewandtes Management (Hochschule für angewandtes Management) on 2022-09-21 12:12:42
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH