
Regulierung, Deglobalisierung und Arbeitskräftemangel als Transmissionskanäle von der Geldpolitik zur Inflation*

GUNTHER SCHNABL

Prof. Dr. Gunther Schnabl, Universität Leipzig Institut für Wirtschaftspolitik, Grimmaische Straße 12 04109 Leipzig schnabl@wifa.uni-leipzig.de

Zusammenfassung: Eine lange Periode niedriger Zinsen und wachsender Zentralbankbilanzen hat nicht nur mehr Staatsausgaben, sondern auch hohe Vermögens- und schließlich Konsumentenpreis-inflation nach sich gezogen. Gleichzeitig sind eine dichtere Regulierung, wachsende Tendenzen zu Deglobalisierung und überhitzte Arbeitsmärkte zu beobachten. Der Beitrag analysiert die Rolle der anhaltend lockeren Geldpolitiken der großen Zentralbanken mit Fokus auf die EZB für diese Entwicklungen. Es wird argumentiert, dass die EZB mehr Regulierung und anhaltend expansive Finanzpolitiken begünstigt hat, was maßgeblich zur Überhitzung des Arbeitsmarktes beigetragen hat. Der negative Einfluss der Geldpolitik auf die Globalisierung wird auf Überinvestition in China sowie die negativen Verteilungseffekte der Geldpolitik zurückgeführt. Das Ergebnis ist eine sich verfestigende Konsumentenpreis-inflation. Zur Bekämpfung der Inflation wird eine Fortsetzung des Ausstiegs der EZB aus der ultra- lockeren Geldpolitik empfohlen, was mit fiskalischer Austerität und Deregulierung einhergehen müsste.

Summary: A long period of low interest rates and growing central bank balance sheets has come along not only with more government spending but also high asset and eventually consumer price inflation. At the same time, proliferating regulation, growing tendencies towards deglobalization and overheated labor markets can be observed. The paper analyses the role of the loose monetary policies of the major central banks with a focus on the ECB for these developments. It is argued that the ECB has encouraged more regulation and persistently expansionary fiscal policies, which have contributed significantly to the overheating of the labor market. The negative impact of monetary policy on globalization is attributed to overinvestment in China and the negative distributional effects of monetary policy. The result is that consumer price inflation is becoming entrenched. To combat inflation, a

→ JEL classification: E52, E64, F62, G18, H11

→ Keywords: Geldpolitik, Regulierung, Deglobalisierung, Arbeitskräftemangel, Inflation, Ordnungspolitik.

* Ich danke Tom Bugdalle für die ausgezeichnete Unterstützung bei der Recherche-Arbeit.

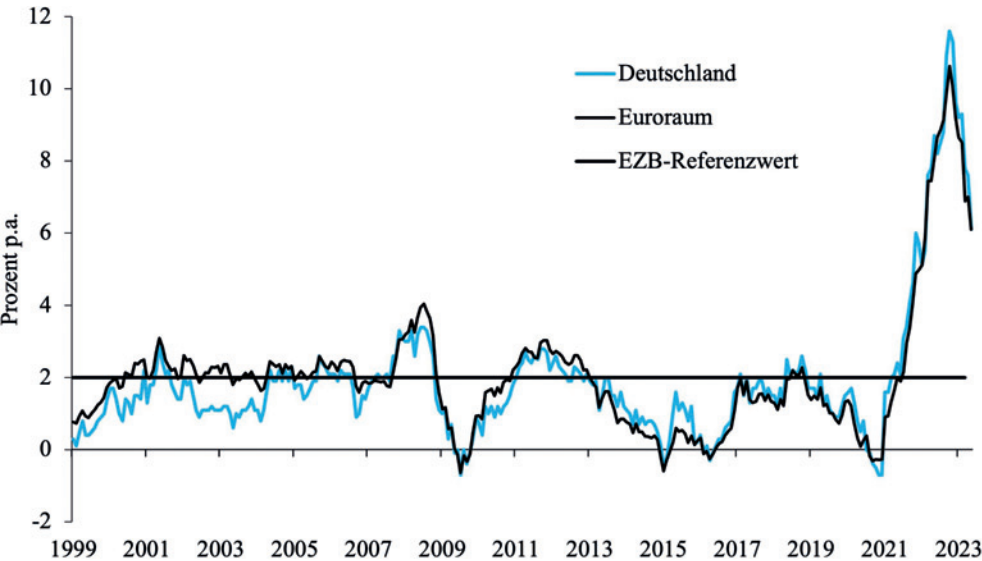
continuation of the ECB's exit from ultra-loose monetary policy is recommended, which would have to be accompanied by fiscal austerity and deregulation.

I Einleitung

Nach einer langen Phase von niedrigen Zinsen und niedriger Konsumentenpreisinflation, ist in Folge der Corona-Krise ab Mitte 2021 die Konsumentenpreisinflation stark angestiegen (Abb.1). Der Ausbruch des Ukrainekriegs im Februar 2022 hat durch einen weiteren Anstieg der Energiepreise die Inflation verstärkt. Während die Energiepreise inzwischen wieder rückläufig sind, verdichten sich seit der zweiten Hälfte des Jahres 2022 die Sorgen, dass steigende Lohnforderungen der Gewerkschaften zu einer Verstetigung der Inflation beitragen werden.

Nachdem die Europäische Zentralbank (EZB) zunächst die Inflationsgefahren nicht erkannt und dann als temporär gesehen hatte, erhöht sie seit Juli 2022 die Leitzinsen. Der Hauptrefinanzierungssatz ist im Mai 2023 auf die Marke von 3,75 % gestiegen. Die sogenannten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte der EZB, die ein Volumen von ca. 2.200 Milliarden Euro erreicht hatten, werden von den Geschäftsbanken seit September 2022 zurückgezahlt, nachdem die EZB deren negative Verzinsung aufgekündigt hat. Die in den Anleihekaufprogrammen APP und PEPP angehäuften Bestände von Wertpapieren, die ein Volumen von rund 5.000 Milliarden Euro erreicht haben, werden seit April 2023 leicht abgebaut.¹

Abbildung 1: Konsumentenpreisinflation in Deutschland und dem Euroraum



Quelle: EZB (2023).

1 Zunächst im Rahmen des Programms APP.

Das vorläufige Ende der ultra-lockeren Geldpolitik fällt in eine Phase niedriger Arbeitslosigkeit bzw. Arbeitskräftemangels (Berlemann und Eurich 2023). Es geht mit wachsenden Forderungen nach einer Einschränkung der Handelsbeziehungen mit Russland und China (Menkhoff 2022) sowie insbesondere aufgrund der Umwelt- und Klimapolitik mit einer schnell wachsenden Regulierungsdichte einher (Die Bundesregierung und Statistisches Bundesamt 2023). Während alle drei Entwicklungen als voneinander unabhängig betrachtet werden können, wird im Folgenden die Rolle der Geldpolitik als gemeinsame Triebgröße hin zu steigenden Konsumentenpreisen untersucht.

Als theoretischer Rahmen dienen die konstituierenden Prinzipien von Eucken (1952), der Geldwertstabilität als wichtige Voraussetzung für funktionsfähige Preise, offene Märkte und Vertragsfreiheit gesehen hat. *„Wenn die Geldordnung gestört ist oder zerfällt, dann ist jede wirtschaftliche Teilordnung unmittelbar betroffen.“* (Eucken 1952).

2 Geldpolitik und Regulierung

Die Regulierung in Deutschland und der Europäischen Union ist stark angewachsen. Die europäische Finanz- und Schuldenkrise, die Corona-Krise, die Energie-Krise und die Klimakrise haben diesen Prozess beschleunigt. Die Taxonomie der Europäischen Union (European Union 2020) sieht umfangreiche Berichts- und Erfüllungspflichten für Banken und Unternehmen vor, die perspektivisch mit einer Investitionslenkung verbunden sein können. Zuletzt wurde die Regulierung vermehrt als Ersatz für finanzielle Anreize zur Erreichung wirtschaftspolitischer Ziele angesehen.²

2.1 Geldpolitik und Finanzmarktregulierung

Die europäische Finanz- und Schuldenkrise hat ihre Wurzeln in der Heterogenität der 1999 gegründeten Europäischen Währungsunion, die für eine wachsende Anzahl von EU-Ländern die Geldpolitik vereinheitlichte, während die Verantwortung für die Finanzpolitiken weitgehend auf nationaler Ebene verblieb (Müller und Schnabl 2017). Der Versuch Deutschlands seit den späten 1990er Jahren mit Ausgabenzurückhaltung des öffentlichen Sektors und der Flexibilisierung der Arbeitsmärkte die durch die Maastricht-Kriterien vorgegebene Grenze bei der Staatsverschuldung einzuhalten, begünstigte starke Kapitalabflüsse aus Deutschland in einige südliche Euroländer und Irland³, wo diese den Konsum, die Staatsausgaben, die Importe und die Immobilienpreise anheizten.

Das Platzen der Spekulationsblasen in Griechenland, Spanien, Portugal und Irland führte zu einem hohen Bestand an faulen Krediten bei den Banken in den Krisenstaaten, die mit staatlicher Hilfe gestützt werden mussten. Der resultierende Anstieg der Staatsverschuldung zog – nun einschließlich des schon bei Euroeintritt hochverschuldeten Italiens – einen Anstieg der Risikoprämien auf die Zinsen der Staatsanleihen nach sich. Im Juli 2012 sah sich der damalige EZB-

2 „Wer sparen will, braucht hartes Ordnungsrecht.“ (Ricarda Lang am 25.8.2022 auf Twitter)

3 Darüber hinaus in die USA (Hypothekenmarkt) und andere europäische Länder.

Präsident Mario Draghi zu der Aussage gezwungen, dass er alles Notwendige tun werde, um den Euro zu retten (European Central Bank 2012).

Es folgte eine lange Reihe von Zinssenkungen der EZB (auf und unter null), unterschiedliche Hilfspakete für die Euro-Krisenstaaten und schließlich der umfangreiche Ankauf von Vermögenswerten durch die EZB mit Schwerpunkt auf Staatsanleihen (Sinn 2021). Da die Ursache für die europäische Finanz- und Schuldenkrise insbesondere bei einer Fehleinschätzung von Risiken durch die Banken gesehen wurde, zog die europäische Finanzmarktkrise eine stärkere Finanzmarktregulierung nach sich. Die Kombination von expansiver Geld- und Finanzmarktpolitik sowie strengerer Finanzmarktregulierung als Krisentherapie entspricht der Empfehlung der Finanzmarktkrisentheorie von Minsky (1977).

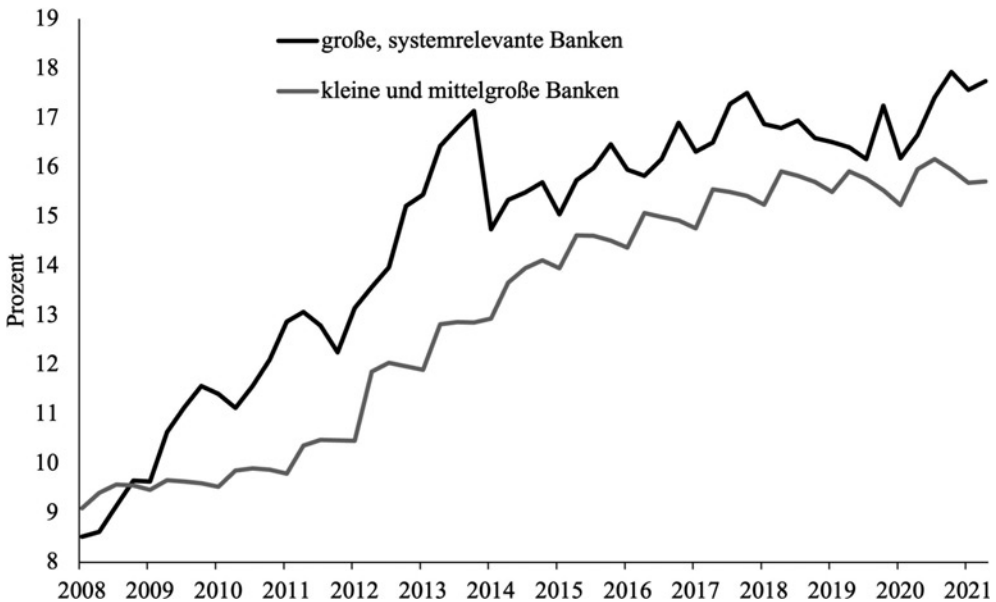
Basierend auf den Empfehlungen des Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht traten neue nationale Regelwerke zur Erweiterung der Mindesteigenkapitalquote für die europäische Banken in Kraft (Deutsche Bundesbank 2018). Es wurden ab dem Jahr 2009 höhere Anforderungen an das Risikomanagement und die Berichtspflichten gestellt sowie die Eigenkapitalanforderungen für Verbriefungen und Marktrisiken erhöht. Mit Basel III wurden ab dem Jahr 2010 (finalisiert in 2017) die Regelungen zur Bestimmung der Eigenkapitalunterlegung von Kreditrisiken, operationellen Risiken und Marktrisiken weiter verschärft. In der EU wurden diese durch die Eigenkapitalverordnung (Capital Requirements Regulation, Europäische Union 2013a und Europäische Union 2019) und die Eigenkapitalrichtlinie (Capital Requirements Directive, Europäische Union 2013b) umgesetzt.

Die Kapitalpuffer mussten erweitert werden, es wurden zusätzliche Liquiditätsanforderungen formuliert und eine Obergrenze für die Verschuldung (*Leverage Ratio*) eingeführt. Global systemrelevante Banken müssen seither noch höhere Eigenkapitalquoten erfüllen. Seit dem vollständigen Inkrafttreten des Regelwerks Basel III⁴ im Jahr 2017 müssen die meisten Banken eine Eigenkapitalquote an den gesamten risikogewichteten Aktiva von 10,5 % erfüllen (statt 8 % zuvor). Nach Ermessen kann die BaFin für größere Banken sogar eine Quote von bis zu 13 % durch einen antizyklischen Puffer verpflichtend machen.⁵

4 Basel III wurde in der EU mit der Eigenkapitalrichtlinie 2013/36/EU vom 26. Juni 2013 und der Kapitaladäquanzverordnung der (EU) Nr. 575/2013 vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen umgesetzt.

5 Ein Anteil von 4,5 Prozent hartes Kernkapital und 1,5 Prozent weiches Kernkapital stellen den Kapitalblock Tier 1 dar, auf den die Bank im Notfall jederzeit zugreifen kann. Das Ergänzungskapital aus weniger liquiden Eigenmitteln erhöht die Quote um zusätzliche 2 Prozentpunkte. Seit 2019 erweitert der Kapitalpuffer und in besonderen Fällen der antizyklische Puffer die erforderliche Eigenkapitalquote um jeweils 2,5 Prozentpunkte.

Abbildung 2: Risikogewichtete Kernkapitalquote deutscher Banken



Quelle: Deutsche Bundesbank (2023).

Entsprechend ist die risikogewichtete Kernkapitalquote deutscher Banken seit dem Jahr 2008 deutlich angestiegen (Abb. 2). Die Veränderung der risikogewichteten Kernkapitalquote hat grundsätzlich zwei Triebgrößen. Einerseits haben die Banken mehr Gewinne thesauriert. Andererseits kann sich die Risikobewertung verändern. Vermögenswerte mit hoher Risikogewichtung (z. B. Unternehmenskredite) können zu Vermögenswerten mit geringerer Risikogewichtung (z. B. Immobilienkredite oder Staatsanleihen) umgeschichtet werden. Ebenso kann die Veränderung von Marktrisiken – z. B. durch eine veränderte Konjunkturlage – zur Veränderung der risikogewichteten Kernkapitalquote beitragen.

Die risikogewichteten Kernkapitalquoten haben für die deutschen Banken im Vergleich zu den bilanziellen Eigenkapitalquoten zu einem deutlich höheren administrativen Aufwand geführt (Kunze, Windels und Bill 2015). Die Europäische Kommission (2019) weist auf einen deutlichen Anstieg der Compliance-Kosten für den Finanzsektor hin. Nach Feridun und Özün (2020) wird die Umsetzung von Basel IV für die Berechnung der risikogewichteten Eigenkapitalquoten den Banken erhebliche zusätzliche Investitionen in Technologie, Risikomodellierung und neue Mitarbeiter abverlangen. Schließlich dürfte die Umsetzung der Taxonomie der EU für Banken einen erheblichen Kostenaufwand nach sich ziehen (Kooths 2022), der die Gewinne schmälert, die damit nicht für den Aufbau des Eigenkapitals zur Verfügung stehen.

2.2 Geldpolitik und Regulierungskosten

Ziel der Regulierung, also expliziter gesetzlicher oder bürokratischer Eingriffe in den Wirtschaftsprozess, ist es aus der Sicht des öffentlichen Interesses, Monopole und andere Formen von Marktversagen zu verhindern (Bonbright 1961). Die Regulierung internalisiert negative externe Effekte, zum Beispiel mit dem Ziel des Verbraucher-, des Gesundheits- sowie des Umwelt- und Klimaschutzes. Insbesondere Regulierungen mit dem Ziel des Umwelt- und Klimaschutzes haben in den letzten Jahren deutlich an Bedeutung gewonnen, was sich zuletzt in der Taxonomie der Europäischen Union widerspiegelt hat (European Union 2020).

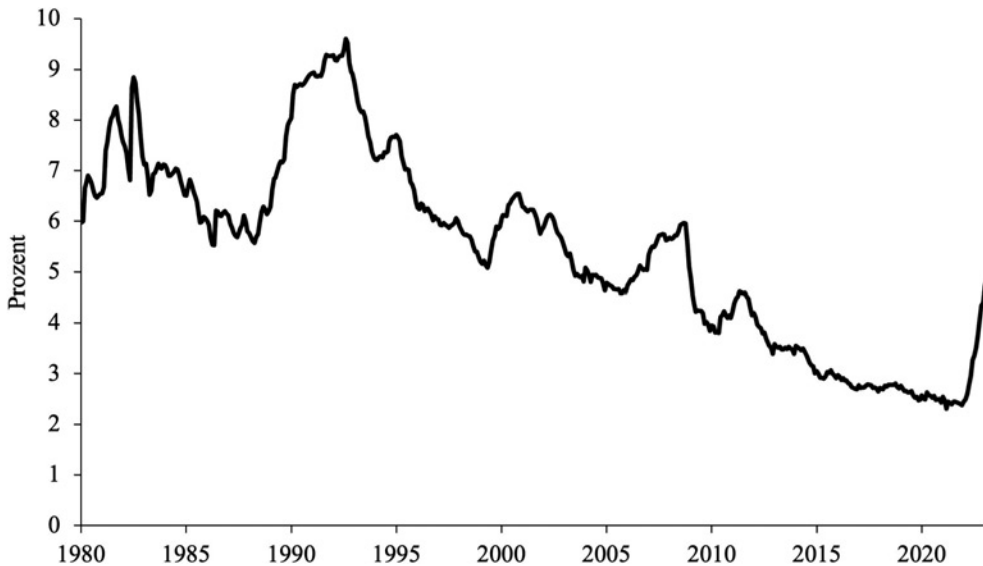
Der politische Ansatz der Regulierung argumentiert hingegen, dass die Interessen von politischen Akteuren und Lobbygruppen für die Regulierung eine größere Rolle als die ökonomische Effizienz spielen können (Stigler 1971⁶, Posner 1974, Lindblom 1977). Regulierungsbehörden können von Lobbygruppen beeinflusst werden, so dass Regulierungsentscheidungen nicht mehr mit dem Ziel der Wohlfahrtsmaximierung getroffen werden (Merton 1944). Ein wachsender Einfluss von Lobbygruppen kann dann mit einer wachsenden Regulierung einhergehen.

Gemäß der Theorie der Bürokratie ist es das Ziel von führenden Bürokraten ihre Budgets und Ressourcen zu maximieren, woraus ein Interessenkonflikt zwischen den Verwaltungsinstitutionen und der Öffentlichkeit entsteht (Niskanen 1971). Dies kann dazu führen, dass eine makroprudenzielle Politik, die darauf ausgerichtet sein sollte, die Stabilität des Finanzsystems zu erhöhen (siehe z. B. Galati und Moessner 2013), dieses Ziel nicht erreicht (Hetzel 2012). Rückwärtsgerichtete Regulierungen können – nicht zuletzt aufgrund von Bemühungen die Regulierung zu umgehen – neue Verwundbarkeiten schaffen (Salter und Tarko 2019).

Während in Deutschland seit dem Jahr 2014 eine „Bürokratiebremse“ gilt (Die Bundesregierung o. J.), die nach dem Prinzip „one in, one out“ die Anzahl der Regulierungen begrenzt, existiert eine solche Institution auf der Ebene der EU nicht. Damit ist eine wachsende Regulierung auf den Güter- und Finanzmärkten weiterhin möglich. Nach Aussage der Verbände in Deutschland sei die Bürokratie inzwischen erdrückend (Die Bundesregierung und Statistisches Bundesamt 2023). Der Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft (2020) schätzt die Kosten der Regulierung für die gesamte Wirtschaft in Deutschland auf jährlich 165 Milliarden Euro.

6 „The state—the machinery and power of the state—is a potential source or threat to every industry. With its power to prohibit or compel, to take or to give money, the state can and does selectively help or hurt a vast number of industries.“ (Stigler 1971: 3).

Abbildung 3: Durchschnittlicher Zins für Unternehmenskredite in Deutschland

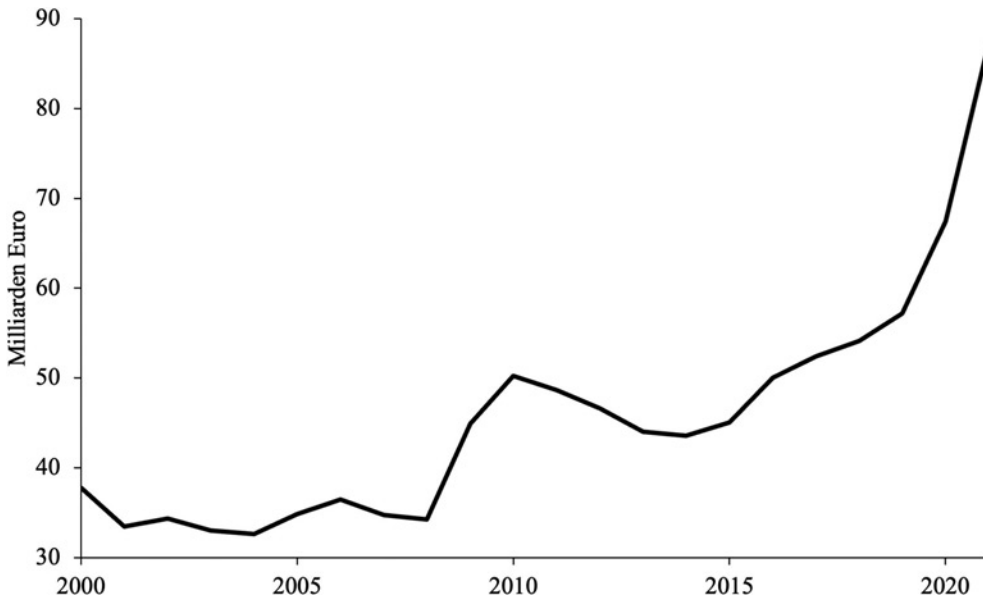


Quelle: Deutsche Bundesbank (2023).

Bei Regulierung entstehen nicht nur Kosten durch einen höheren Bürokratieaufwand für Unternehmen und Finanzinstitute, sondern auch dadurch, dass bestimmte Güter und Dienstleistungen nicht mehr angeboten werden (wie im Falle der Corona-Lockdowns). Das Lieferkettengesetz (Bundesministerium für Justiz 2021) schränkt die Produktion in Ländern mit geringen Arbeitskosten ein, so dass dort die Produktionskosten steigen und damit die Regulierung inflationär wirkt. Dies gilt auch für Finanzmarktregulierungen, wenn die Banken einen höheren Regulierungsaufwand in Form von höheren Kreditzinsen an die Unternehmen weitergeben.

Steigende Kosten durch mehr Regulierung konnten lange Zeit von den Zentralbanken dadurch kompensiert werden, dass diese durch eine expansive Geldpolitik die Finanzierungskosten der Unternehmen gesenkt und die Unternehmenswerte erhöht haben. Dies wurde über kontinuierliche Leitzinssenkungen, den Ankauf von Unternehmensanleihen bzw. durch gering verzinste Kreditvergabe in Krisen erreicht. Abb. 3 zeigt, dass die durchschnittlichen Kreditzinsen in Deutschland im Windschatten der zunehmend expansiven Geldpolitik der EZB stetig gefallen sind. Wird mit Hilfe sinkender Finanzierungskosten eine Kompensation für wachsende Regulierungskosten geschaffen, dann gibt es keinen Preisdruck und der politische Widerstand gegen wachsende Regulierung fällt geringer aus.

Abbildung 4: Entwicklung der Subventionen in Deutschland



Quelle: Institut für Weltwirtschaft.

Durch den umfangreichen Ankauf von Staatsanleihen hat die EZB zudem den Regierungen im Euroraum in Krisen umfangreiche Stützungsmaßnahmen für Unternehmen ermöglicht. In Deutschland sind die Finanzhilfen von 33 Milliarden Euro im Jahr 2000 auf 87 Milliarden Euro im Jahr 2021 angestiegen (Abb. 4). Öffentliche Förderbanken konnten mit subventionierten Kreditprogrammen – z. B. für umweltgerechte Gebäudesanierung – den erhöhten Kosten von Regulierung begegnen helfen.

Die Einschränkung der Vertragsfreiheit durch mehr Regulierung wurde deshalb über einen langen Zeitraum hinweg durch die Geldpolitik der EZB maßgeblich erleichtert, weil die Kosten für die Konsumenten nicht sichtbar wurden. Erst seit Kurzem laufen diese Maßnahmen der EZB schrittweise aus und die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen verteuern sich (Abb. 3). Das Ende der Staatsanleihekäufe der EZB schränkt den Ausgabenspielraum der Eurostaaten ein. Die durch Regulierung erzeugte Inflation wird sichtbar und verstetigt den Preisauftrieb.

3 Globalisierung und Deglobalisierung

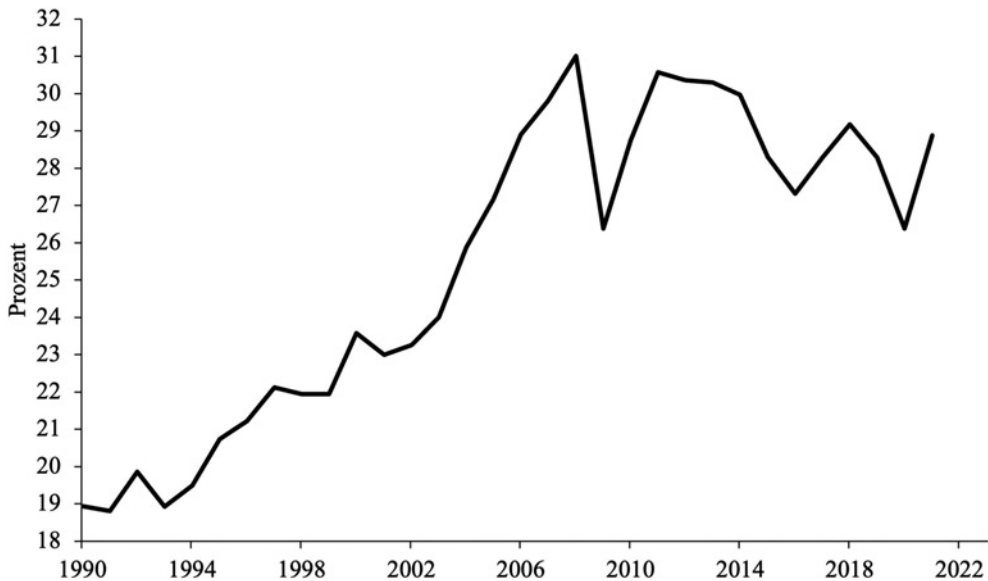
Auf der Grundlage der Erkenntnisse von Ricardo (1817) sowie Heckscher und Ohlin (1991) war nach dem Zweiten Weltkrieg die Liberalisierung des internationalen Handels viele Jahre ein zentrales wirtschaftspolitisches Ziel und eine wichtige Triebfeder von Wohlstandsgewinnen. Die Handelsliberalisierung wurde weltweit auf der Grundlage des General Agreements on Tariffs and Trade (GATT) sowie in Europa im Rahmen des Europäischen Integrationsprozesses vorangetrieben.

Die Globalisierung erfuhr mit dem Fall des Eisernen Vorhangs und der damit verbundenen Integration Chinas sowie der mittel- und osteuropäischen Staaten in die Weltwirtschaft einen wichtigen neuen Impuls (Abb. 5). Seit der Jahrtausendwende beschleunigte sich das Wachstum des internationalen Handels weiter deutlich, seit dem Jahr 2014 stagniert der internationale Handel als Anteil am BIP jedoch. Sowohl das beschleunigte Wachstum des internationalen Handels seit der Jahrtausendwende (Überglobalisierung) als auch die einsetzende Deglobalisierung (Chen et al. 2023, Ciravegna, Michailova 2022) sind mit den Geldpolitiken in den großen Industrieländern verbunden.

3.1 Überglobalisierung

Mit der Jahrtausendwende platzten die sogenannten Dotcom-Blasen auf den Finanzmärkten der großen Industrieländer. Die US-amerikanische Fed, die EZB und die Bank von Japan senkten die Zinsen stark, um die Finanzmärkte zu stabilisieren. Die Zinssenkungen der Fed lösten starke Kapitalabflüsse aus den USA nach China aus, das den Wechselkurs gegenüber dem Dollar stabilisierte.⁷ So stiegen in der Bilanz der chinesischen Zentralbank die Dollarreserven und die Einlagen der chinesischen Geschäftsbanken stark an (McKinnon und Schnabl 2012).

Abbildung 5: Internationaler Handel als Anteil am globalen Bruttoinlandsprodukt



Quelle: Weltbank (2023).

⁷ Ab dem Jahr 2005 zog trotz der Zinserhöhungen der Fed die angekündigte graduelle kontrollierte Aufwertung des chinesischen Yuan weitere Kapitalzuflüsse an.

In China wurden die immensen privaten Kapitalzuflüsse für den kreditfinanzierten Aufbau großer Produktionskapazitäten genutzt (Schnabl 2019). Multinationale Unternehmen aus den Industrieländern investierten in China, weil die Löhne gering waren sowie bei schnell wachsender Produktivität und steigenden Löhnen die Absatzmöglichkeiten in China stark expandierten. Der internationale Handel wuchs, weil China mehr Investitionsgüter und Vorleistungen importierte sowie mehr Fertigwaren exportierte.

Die aus China exportierten Güter waren aus zwei Gründen subventioniert. Die chinesische Regierung hielt im Rahmen der sogenannten *Window Guidance* auf dem Kreditmarkt den Kreditzins unter dem Gleichgewichtszins, was eine Übernachfrage nach Krediten erzeugte. Die Kredite konnten so vom staatlich kontrollierten Bankensektor präferiert den großen Exportunternehmen zugeteilt werden (auf Kosten von Konsumenten sowie Klein- und Mittelunternehmen). Zudem wurde nicht nur der nominale Wechselkurs gegenüber dem Dollar stabilisiert (bzw. ab 2005 dessen Aufwertung gegenüber dem Dollar abgemildert). Durch die Sterilisierung der Geldmengeneffekte des Anstiegs der Devisen wurde auch der reale Wechselkurs stabil gehalten (McKinnon und Schnabl 2012, Schnabl 2019), wodurch trotz nominaler Aufwertung des Yuan die Preise chinesischer Güter im Ausland stabil blieben.

Das durch die Kapitalzuflüsse stark beschleunigte Wachstum Chinas erzeugte eine starke Nachfrage Chinas nach Energie und Rohstoffen. Dies begünstigte einen starken Anstieg der Öl- und Rohstoffpreise zwischen 2003 und 2014, wovon rohstoffexportierende Länder wie Russland und die arabischen Staaten stark profitiert haben. Deren nominalen Exporte (gerechnet in Dollar) stiegen stark, was den privaten Konsum, die Staatsausgaben und die Importe (z. B. von Konsumgütern und Dienstleistungen) stimulierte.

Aus der Sicht der Überinvestitionstheorie von Hayek (1931) wurden die Investitionen in China und der damit verbundene Anstieg des globalen Handelsvolumens von einem zu niedrigen Zins der Zentralbanken in den Industrieländern getragen. Nach Hayek (1931) folgt auf einen Überinvestitionsboom eine Krise, sobald Inflation und steigende Zinsen zur konjunkturellen Wende führen. Im Boom geschaffene Überkapazitäten müssen dann abgebaut werden, übermäßig gestiegene Aktien- und Immobilienpreise fallen.

Das Ende des Investitionsbooms in China dürfte im Jahr 2014 liegen, als die sogenannte quantitative Lockerung in den USA endete (Schnabl 2019). Seitdem fällt auch das globale Handelsvolumen als Anteil am globalen Bruttoinlandsprodukt (Abb. 5). Der Verfall ist jedoch nicht steil, weil China über den staatlich kontrollierten Bankensektor die Industrie und den Immobiliensektor stabilisiert.

3.2 Deglobalisierung

Die Zentralbanken konnten zwar in Krisen durch erneute Zinssenkungen und den Ankauf von Vermögenswerten verhindern, dass es in Krisen zu den von Hayek (1931) beschriebenen Anpassungseffekten gekommen ist. Doch haben die deshalb zunehmend expansiven Geldpolitiken den Nährboden für eine Deglobalisierungsdynamik gelegt, weil sie das Wachstum gebremst und die Verteilungsungleichheit erhöht haben. Die negativen Wachstumseffekte resultierten unter anderem daraus, dass die stetig sinkenden Zinsen den Anreiz für Unternehmen reduziert haben, Effizienzgewinne und Innovationen voranzubringen. Cabellero, Hoshi und Kashyab (2008)

sprechen für Japan von einer Zombifizierung von Unternehmen, Peek und Rosengreen (2005) von Evergreening und einer Fehlallokation von Ressourcen.

Negative Verteilungseffekte resultierten bei den Vermögen daraus, dass die zunehmend expansiven Geldpolitiken zu einem starken Preisanstieg bei Aktien und Immobilien geführt haben, die überproportional von Menschen mit hohem Einkommen gehalten werden. Hingegen haben sich die Bankeinlagen, die überproportional von Menschen mit mittleren und geringen Einkommen gehalten werden, nicht mehr bzw. inflationsbereinigt sogar negativ verzinst (Israel, Sepp und Sonnenberg 2023) und werden real entwertet.

Bei den Einkommen haben die negativen Anzeizeffekte der Geldpolitik auf die Produktivitätsgewinne für breite Bevölkerungsschichten den Spielraum für reale Lohnerhöhungen deutlich eingeschränkt, während sich über die florierenden Finanzmärkte zusätzliche Einkommensquellen für vergleichsweise wenige Akteure mit hohen Einkommen erschlossen haben. Für die USA korreliert der stark steigende Anteil der obersten Einkommensschicht an den Gesamteinkommen (Piketty 2014) deutlich mit den Aktienpreisen (Hoffmann und Schnabl 2016).

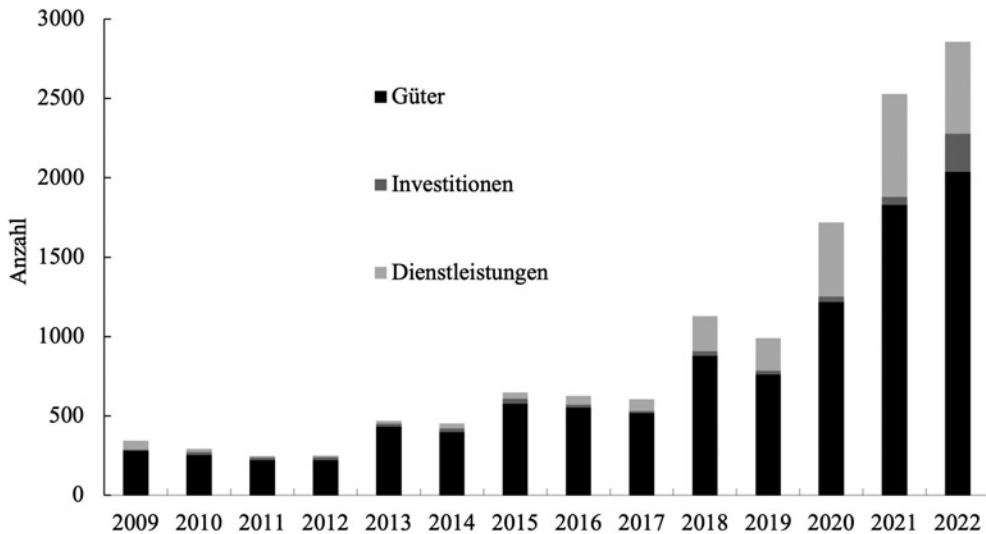
Die negativen Wachstums- und Verteilungseffekte der Geldpolitiken tragen aus zwei Gründen zur Deglobalisierung bei. Erstens können Politiker die wachsende Ungleichheit dafür nutzen, sich gegen die Globalisierung zu positionieren. Beispielsweise hat der damalige US-Präsidentenskandidat Donald Trump China als Schuldigen für Arbeitslosigkeit und schwache Lohnentwicklung in wichtigen Teilen der USA identifiziert und handelspolitische Maßnahmen gegen China versprochen.⁸ Es folgte ein Handelskrieg mit China, in dessen Verlauf die USA und China gegenseitig die Exporte mit umfangreichen Zöllen belegten (Schnabl 2019). Auch Trumps Nachfolger Joe Biden hat die Handelspolitik Trumps nicht wesentlich revidiert.

Zweitens hat sich mit dem sinkenden Wachstum die politische Stimmung stark zugunsten von staatlichen Interventionen in den Wirtschaftsprozess verändert. Sozial sowie umwelt- und klimapolitische Zielsetzungen sind in den Vordergrund des gesellschaftlichen Interesses gerückt, so dass das Europäische Parlament zuletzt einen Klimazoll beschlossen hat (European Parliament 2023).⁹ Lieferkettengesetze sollen einerseits den Schutz von Arbeitnehmern in Entwicklungsländern und Aufstrebenden Volkswirtschaften sicherstellen (Bundesministerium für Justiz 2021 sowie Bundesministerium für Arbeit und Soziales 2023a). Sie dürften jedoch andererseits dazu führen, dass aufgrund steigender Produktionskosten in den Niedriglohnländern Produktion ins Inland zurückverlagert wird (Kolev und Negelian 2022), was die inländischen Arbeitnehmer schützt.

8 Damit setzte Trump die politische Linie unter seinen Vorgängern fort, die die Wechselkurs- und Handelspolitik Chinas immer wieder als merkantilistisch bezeichnet haben (McKinnon 2013).

9 „With 487 votes to 81 and 75 abstentions, Parliament adopted the rules for the new EU Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM), which aims to incentivise non-EU countries to increase their climate ambition and to ensure that EU and global climate efforts are not undermined by production being relocated from the EU to countries with less ambitious policies.“

Abbildung 6: Anzahl der neuen Handelseinschränkungen



Quelle: Global Trade Alert (2023).

Während in den 1950er bis 1980er Jahren die Globalisierung in den Industrieländern (nicht zuletzt aufgrund der damit verbundenen Wohlstandsgewinne) eine hohe Akzeptanz besaß und deshalb konsequent vorangetrieben wurde, gerieten seit der Jahrtausendwende weltweit Bestrebungen zur weiteren Handelsliberalisierung unter politischen Druck. Die Doha-Runde der Welthandelsorganisation wurde nicht zu Ende gebracht, die Freihandelsabkommen TTIP und TTP scheiterten, und das Freihandelsabkommen NAFTA wurde neu verhandelt. Die formellen und informellen Handelsbeschränkungen sind stark angestiegen (Shekhar et al. 2023 sowie Abb. 6).

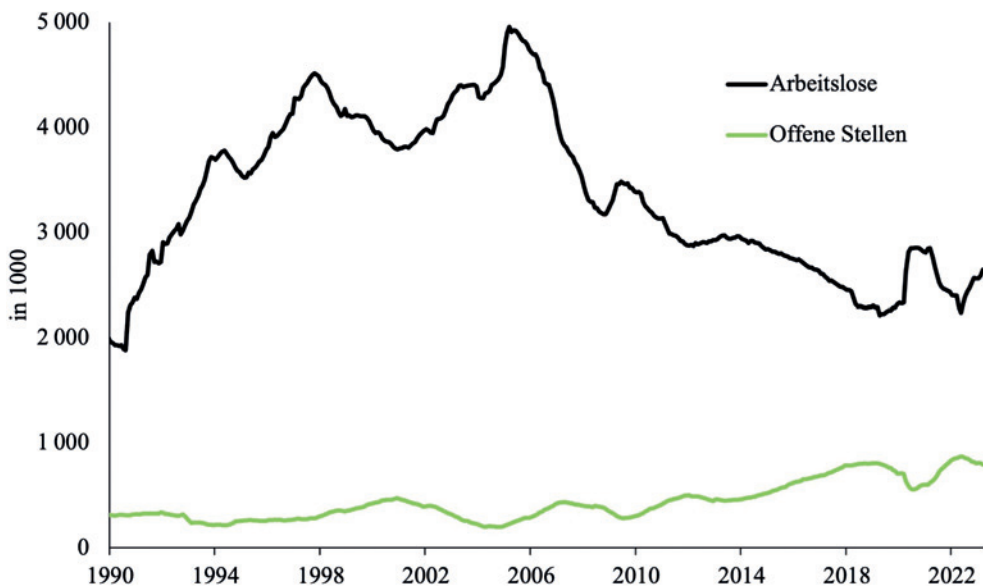
Darüber hinaus begünstigt eine wachsende Verteilungsungleichheit internationale Konflikte, da bei Konflikten die Stunde der Exekutive schlägt. Die Unterstützung der Regierung durch die Bevölkerung wächst (*rally around the flag*, Baker und Oneal 2001, Kämpfer und Löwenberg 2007). Es ist eine wachsende Rivalität zwischen den USA und China zu beobachten, während der Ukraine-Krieg eine starke Polarisierung zwischen Russland und dem Rest Europas ausgelöst hat. Wachsende internationale politische Spannungen machen Handelswege unsicherer, durch Sanktionen werden Handelswege verlängert oder unterbrochen. Daraus resultieren Bemühungen Produktionsstätten zurück ins Heimatland (*Reshoring*), näher an das Heimatland (*Nearshoring*) bzw. in befreundete Länder (*Friendshoring*) zu verlegen (Lagarde 2022, Maihold 2023). Während die Globalisierung über eine lange Zeit hinweg dazu beigetragen hat, die Produktionskosten und die Preise zu senken, wirkt die Deglobalisierung inflationär, weil die Produktionskosten steigen (Attinasi, Boeckelmann und Meunier 2023).

4 Überhitzte Arbeitsmärkte

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich grundlegend verändert. Galt über viele Jahrzehnte hinweg die hohe Arbeitslosigkeit als größte wirtschaftspolitische Herausforderung, wird schon lange ein Fachkräftemangel und zunehmend auch ein allgemeiner Arbeitskräftemangel beklagt. Die Anzahl der Arbeitslosen in Deutschland ist von 4,9 Millionen im Mai 2007 auf 2,6 Millionen im März 2022 gefallen, während im gleichen Zeitraum die Anzahl der offiziell gemeldeten Stellenangebote von 205.000 auf 794.000 gestiegen ist (Abb. 7).

Während die wachsende Knappheit von Arbeitskräften weithin der Demographie zugeschrieben wird – viele Menschen gehen in den Ruhestand, während weniger junge Menschen in das Erwerbsleben eintreten (Ganelli und Miake 2015, Stehrer und Leitner 2019, Brenke und Clemens 2017) –, sind die Einflüsse der Geldpolitik auf der Angebots- und Nachfrageseite des Arbeitsmarktes weitgehend unerforscht. Da die Geldpolitik im Zusammenspiel mit der Finanz- und Regulierungspolitik Angebot und Nachfrage auf den Arbeitsmärkten maßgeblich verändert hat, werden die Löhne als Indikator für Knappheiten auf den Arbeitsmärkten verzerrt.

Abbildung 7: Anzahl der Arbeitslosen und offenen Stellen in Deutschland



Quelle: Deutsche Bundesbank (2023).

4.1 Geldpolitik, Arbeitsnachfrage und Arbeitsangebot

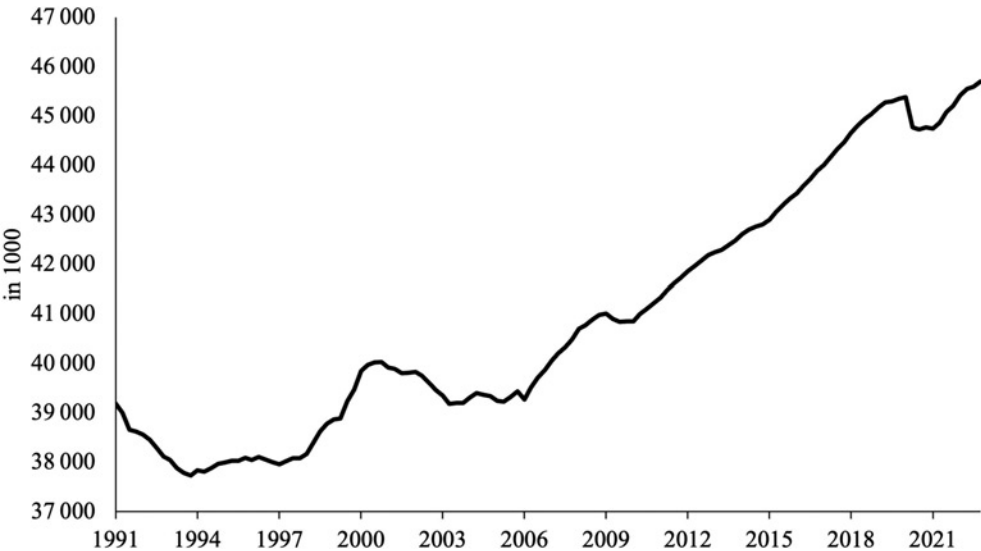
Da die EZB (sowohl in der europäischen Finanz- und Schuldenkrise als auch in der Corona-Krise) die Konjunktur stabilisiert hat, hat sie in den Krisen Arbeitslosigkeit verhindert. In der Coronakrise dienten insbesondere das Pandemische Notfallkaufprogramm (1.850 Mrd. Euro) sowie die ge-

zielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (2.200 Mrd. Euro) nicht zuletzt der Stabilisierung des Arbeitsmarktes (Lagarde 2020).

Ebenso hat in Deutschland der Staat dank der Staatsanleihen-Kaufprogramme der EZB die Staatsausgaben ausgeweitet. Die staatliche Kreditanstalt für Wiederaufbau hat ihre Kreditvolumen von 181 Milliarden im Jahr 2000 auf 564 Milliarden 2021 erhöht. Das hat maßgeblich dazu beigetragen, dass in Deutschland weder in der europäischen Finanz- und Schuldenkrise noch in der Corona-Krise die Erwerbstätigkeit stark zurückgegangen bzw. die Arbeitslosigkeit stark angestiegen ist (Abb. 7 und Abb. 8).

Die EZB hat seit dem Jahr 2008 das Zinsniveau niedrig gehalten, was die Kreditnachfrage, die privaten Investitionen und den Konsum sowie damit die Nachfrage auf dem Arbeitsmarkt auf Dauer begünstigt hat. Die Zinssenkungen in Reaktion auf die europäische Finanz- und Schuldenkrise haben ab dem Jahr 2010 einen Anstieg der Immobilienpreise und einen Bauboom ausgelöst. Die Anzahl der Beschäftigten im Bausektor ist von 2,3 Millionen im ersten Quartal 2010 auf 2,6 Millionen in vierten Quartal 2022 um 14,3 % gestiegen. Die günstigen Refinanzierungsbedingungen (einschließlich der Unternehmensanleihekäufe der EZB) und die Abwertung des Euros mit ihren positiven Auswirkungen auf den Export haben die deutsche Industrie begünstigt. Die Anzahl der Erwerbstätigen in der Industrie ist von 7,7 Millionen 2010 auf 8,1 Millionen Ende 2022 angewachsen.

Abbildung 8: Anzahl der Erwerbstätigen in Deutschland



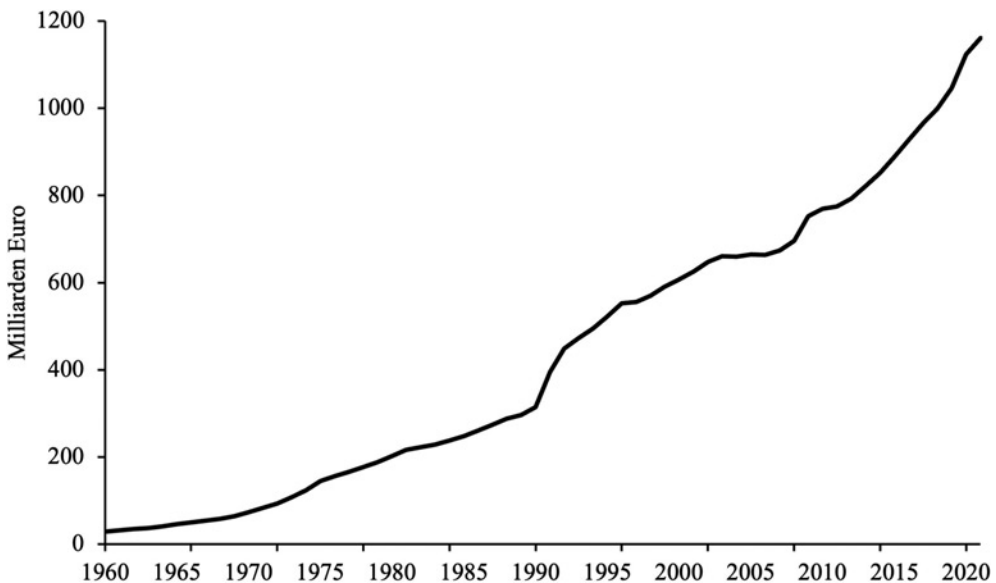
Quelle: Eurostat (2023).

Darüber hinaus hat die EZB ab dem Jahr 2015 mit dem umfangreichen Ankauf von Staatsanleihen in den Euroländern den Regierungen zusätzliche Ausgabenspielräume eröffnet, mit denen direkt oder indirekt Arbeitsplätze erhalten bzw. geschaffen werden konnten. So wurden in Deutschland

seit dem Jahr 2010 2,1 Millionen zusätzliche Beschäftigungsverhältnisse im öffentlichen Sektor geschaffen, insbesondere in den Bereichen Gesundheit und Pflege sowie Bildung. Der öffentliche Sektor macht somit gut 40 % des Anstiegs der gesamten Erwerbstätigen in Deutschland von 40,9 Million im ersten Quartal 2010 auf 45,4 Millionen im vierten Quartal 2022 aus. Zudem dürften die Staatsausgaben, die von 1235 Milliarden im Jahr 2010 auf 1846 Milliarden Euro im Jahr 2021 gestiegen sind, auch über den Umweg der Finanzhilfen für die Unternehmen (Abb. 4), positive Effekte auf den privaten Arbeitsmarkt gehabt haben.

Auf der Angebotsseite des Arbeitsmarktes hat die EZB lange Zeit über Zinssenkungen und den umfangreichen Ankauf von Staatsanleihen indirekt zur Sicherung der Sozialleistungen beigetragen, die von 591 Milliarden Euro im Jahr 1999 auf 1161 Milliarden Euro im Jahr 2021 angestiegen sind (Abb. 8).¹⁰ Das schließt die Einführung der Rente mit 63 („Abschlagsfrei in die Rente“) ein.¹¹ Die Anzahl der Studierenden ist von 2,2 Millionen im Jahr 2010 auf aktuell knapp drei Millionen gewachsen, wobei es seit 2022 BAföG bis zu einem Alter von 45 (statt bisher 35) Jahren gibt. Seit Januar 2023 gibt es ein Bürgergeld (Bundesministerium für Arbeit und Soziales 2023b), für das die Sanktionen bei Nichtaufnahme von Arbeitsplatzangeboten abgemildert wurden.

Abbildung 9: Sozialausgaben in Deutschland



Quelle: Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2023).

10 Das entspricht einem Anstieg von 28,6 % des Bruttoinlandsprodukts (1999) auf 33,1 % (2021).

11 Das Gesetz zur Flexibilisierung des Übergangs vom Erwerbsleben in den Ruhestand und zur Stärkung von Prävention und Rehabilitation im Erwerbsleben trat am 1. Juli 2014 in Kraft. Es ermöglicht Versicherten, die 45 Jahre in die gesetzlichen Rentenversicherung eingezahlt haben, bereits mit 63 Jahren abschlagsfrei in Rente zu gehen.

4.2 Geldpolitik, Arbeitsmärkte und Inflation

Im Ergebnis wurde nicht nur die lange Zeit bestehende Arbeitslosigkeit zunächst immer weiter abgebaut (Abb. 7). Es ist auch trotz wachsender Bevölkerung und Erwerbstätigkeit ein allgemeiner Arbeitskräftemangel entstanden. Die weiterhin hohe Zuwanderung nach Deutschland hat – auch wegen Regulierungen – keinen ausreichenden Zugang zum Arbeitsmarkt gefunden. Im Ergebnis verzerrt die Geldpolitik die Preissignale auf dem Arbeitsmarkt. Steigende Löhne spiegeln keine marktbedingten Knappheiten wider. Sie wirken inflationär, weil den geforderten Lohnerhöhungen der Gewerkschaften keine entsprechenden Produktivitätsgewinne gegenüberstehen.

Trotz zahlreicher Apelle aus der Politik, die Inflation nicht durch zu hohe Lohnforderungen anzuheizen, haben die Gewerkschaften aus drei Gründen einen starken Anreiz die höhere Verhandlungsmacht zu nutzen, die aus den angespannten Arbeitsmärkten erwächst. Erstens wurde den Arbeitnehmern in Deutschland in Folge des Wiedervereinigungsbooms und der europäischen Finanz- und Schuldenkrise lange Zeit ein hohes Maß an Lohnzurückhaltung abverlangt, auch weil die schnelle wirtschaftliche Integration mit China die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften unterhöhlt hat (Abb. 10).

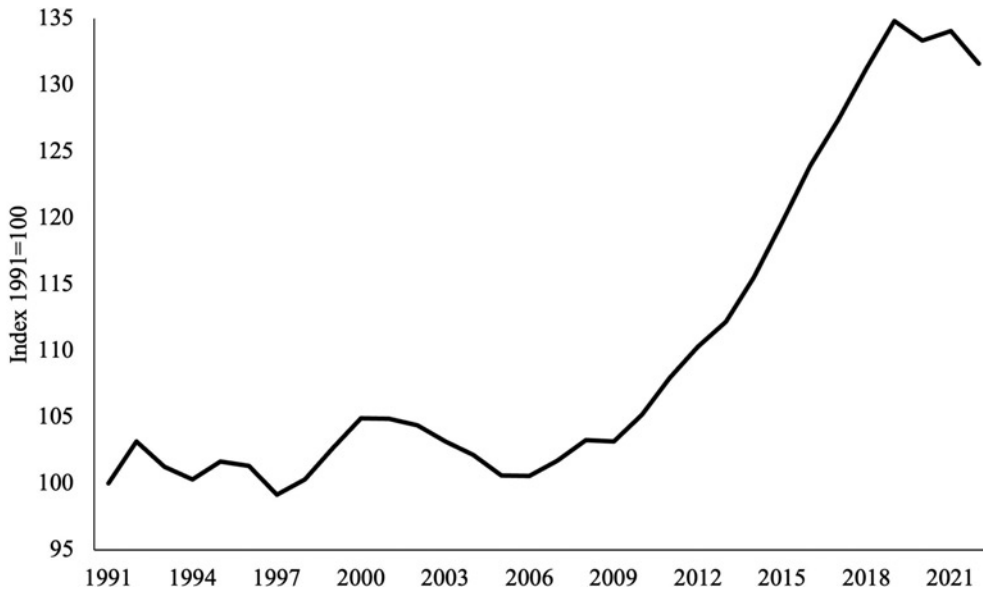
Auch die Liberalisierung des Arbeitsmarktes im Zuge der Hartz-Reformen unter der Regierung Schröder hat die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften geschwächt, da ein großer Niedriglohnsektor entstanden ist. Erst ab dem Jahr 2010 konnten wieder maßgebliche Realloohnerhöhungen erzielt werden, nachdem im Rahmen der unkonventionellen Geldpolitik der EZB dem Staat und den Unternehmen zusätzlich finanzielle Handelsspielräume erwachsen sind (Abb. 10).

Zweitens könnte die auf der Grundlage der offiziell gemessenen Inflationsraten berechnete Reallohnentwicklung überschätzt sein, da die offiziell gemessenen Inflationsraten nach unten verzerrt sein könnten (Schnabl und Sepp 2021). Nach Umfragen der Europäischen Kommission liegt die gefühlte Inflation im Euroraum deutlich über der offiziellen gemessenen Inflation. Das könnte einerseits an einer verzerrten Inflationswahrnehmung der Befragten liegen, andererseits aber auch an einer nach unten verzerrten Inflationsmessung. Nach Campbell (1979) sind quantitative soziale Indikatoren, die für die gesellschaftliche Entscheidungsfindung verwendet werden, einer Manipulationsgefahr ausgesetzt. Berechnet man die Reallohnentwicklung auf der Grundlage der gefühlten Inflation¹², dann ergibt sich ein gravierender gefühlter Reallohnverlust, der in einer Phase verbesserter Verhandlungsmacht zu höheren Lohnforderungen führen kann.

Drittens wurden die Gewerkschaften von der im Jahr 2022 plötzlich stark steigenden Inflation (Abb. 9) überrascht, die realen Bruttolöhne sanken 2022 um 4 %. Dies dürfte auch daran gelegen haben, dass die EZB, deren Aufgabe es ist, Inflation vorausschauend zu erkennen und zu bekämpfen, die Inflationsgefahren lange Zeit nicht erkannt hat und, nachdem die Inflation offensichtlich geworden war, als vorübergehend bezeichnet hat (Schnabel 2021).

12 Die gefühlte Inflation wird in Umfragen der Europäischen Kommission für den gesamten Euroraum gemessen. Sie lag bei 4. Quartal 2022 bei 11,2 % (Median).

Abbildung 10: Reallohnentwicklung in Deutschland



Quelle: Destatis, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung (2023).

Die Frage, ob sich daraus eine Preis-Lohn-Spirale entwickeln wird, hängt von der Interpretation ab. Geht man davon aus, dass ein überraschender Anstieg der Inflationsrate höhere Lohnforderung auslöst (was die Kosten der Unternehmen erhöht und damit erneute Preissteigerungen erfordert), dann dürfte die Lohn-Preis-Spirale in Deutschland bereits im Gange sein. Finanzminister Christian Lindner hat entsprechend gewarnt, dass die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale real sei (RedaktionsNetzwerk Deutschland 2022). Positive Produktivitätsgewinne können jedoch höhere Lohnforderungen kompensieren, so dass keine Preissteigerungen notwendig sind. Haben Preissteigerungen der Unternehmen zuvor zu steigenden Gewinnen geführt, dann müssen die Unternehmen nicht zwingend die Preise erhöhen.

Fratzscher (2020) argumentiert, dass die Lohnerhöhungen hinter den Preissteigerungen zurückgeblieben sind, weil die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften nicht ausreichend groß sei, während die Unternehmen die höhere Inflation dazu nutzten, die Preise über ihre Kostensteigerungen hinaus zu erhöhen. In der Tat bleiben die Lohnerhöhungen derzeit hinter den Inflationsraten zurück. Doch die Produktivitätssteigerungen sind auch deshalb gering oder sogar negativ, da die in Form von gestärkten Sozialstandards, Lieferkettengesetzen und Klimavorgaben schnell um sich greifenden Regulierungen die Produktivität der Unternehmen schwächen. Bei einer fallen Produktivität dürften jedoch auch Lohnabschlüsse zwischen vier und acht Prozent zu weiter steigenden Preisen der Unternehmen beitragen. Zudem stärken die wachsende Konzentration im Unternehmenssektor und gestiegenen Inflationserwartungen die Preissetzungsmacht einiger, aber nicht aller Unternehmen.

5 Ausblick

Die steigende Konsumentenpreis-inflation in Deutschland wird oft als Folge der Pandemie und des Anstiegs der Energiepreise im Zuge des Ukraine-Kriegs und der mit dem Krieg verbundenen Sanktionen verstanden. Die Regierung und die EZB haben die Gewerkschaften zu Lohnzurückhaltung gemahnt, um die Gefahr einer Lohnpreisspirale und damit einer sich verstetigenden Inflation einzudämmen. Der aktuelle Rückgang der Inflation (Abb. 1) wird als Anzeichen dafür gesehen, dass mit der Normalisierung der Energiepreise die Inflationsgefahr bereits gebannt ist. Dem widerspricht, dass die Kerninflationsrate weiterhin ansteigt, was auf einen strukturellen Inflationsdruck hindeutet.

Es wurde gezeigt, dass der anhaltende Inflationsdruck mit den anhaltend lockeren Geldpolitiken der großen Zentralbanken und der EZB verbunden ist. Die Geldpolitiken haben zwar längere Zeit deflationär gewirkt, indem sie die Finanzierungskosten von Unternehmen gesenkt und die Globalisierung über ein gesundes Maß hinaus beschleunigt haben. Es wurde aber auf die mittlere und lange Frist der Nährboden für eine strukturelle Inflation geschaffen, da die Geldpolitik eine kostentreibende Regulierung begünstigt sowie den Nährboden für Handelskonflikte und überhitzte Arbeitsmärkte geschaffen hat. Überhitzte Arbeitsmärkte verstetigen über Preis-Lohn-Spiralen die Inflation.

Da die anhaltend lockere Geldpolitik der EZB maßgeblich dazu beigetragen hat, dass die Staatsverschuldung im Euroraum auf ein seit Ende des Zweiten Weltkriegs historisches hohes Ausmaß gestiegen ist, könnte aus politischer Sicht die Versuchung groß sein, die hohe öffentliche Verschuldung durch anhaltend hohe Inflation zu reduzieren. Dieser Ansatz dürfte jedoch scheitern, wenn infolge der Taxonomie der Europäischen Union die Wachstumskräfte auf Dauer gelähmt werden und das Produktivitätsniveau im Euroraum auf Dauer fällt.

Die einzige Lösung des Inflationsproblems dürfte deshalb ein weiteres schrittweises Anheben der Zinsen sowie ein Abbau der Staatsanleihen in der Bilanz der EZB sein. Die Euro-Staaten würden zu einem Abbau der inflationstreibenden Ausgabenverpflichtungen gezwungen. Die Regierungen und die EU würden zu umfangreichen Deregulierungen gedrängt, die die Kosten der Unternehmen senken würden. Steigende Zinsen würden die Unternehmen zudem zu Effizienzsteigerungen zwingen, die ebenso deflationär wirken. Der Wohlstand in der EU würde durch eine Rückkehr zu den marktwirtschaftlichen Prinzipien von Walter Eucken auf Dauer gesichert.

Literaturverzeichnis

- Aiyar, S., Chen, J., Ebeke, Ch., Garcia-Saltos, R., Gudmundsson, T., Ilyina, A., Kangur, A., Kunaratkul, T., Rodriguez, S., Ruta, M., Schulze, T., Soderberg, G. und Trevino, J. (2023): Geoeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism. International Monetary Fund, Staff Discussion Notes No. 2023/001.
- Attinasi, M.-G., Boeckelmann, L. und Meunier, B. (2023): Friend-shoring Global Value Chains: a Model-based Assessment. Economic Bulletin, ECB, Issue 2.
- Baker, W. und Oneal, J. (2001): Patriotism or Opinion Leadership?: The Nature and Origins of the „Rally ‚Round the Flag‘ Effect“. The Journal of Conflict Resolution, 45 (5), 661–687.
- Berlemann, M. und Eurich, M. (2023): Arbeitslosigkeit, Fachkräftemangel und Demographie. Wirtschaftsdienst, 103 (2), 147–148.

- Bonbright, J. (1961): *Principles of Public Utility Rates*. New York, Columbia University Press.
- Brenke, K. und Clemens, M. (2017): Steigende Erwerbsbeteiligung wird künftig kaum ausreichen, um den demografischen Wandel in Deutschland zu meistern. DIW Wochenbericht Nr. 35.
- Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2023a): Gesetz über die unternehmerischen Sorgfaltspflichten in Lieferketten. <https://www.bmas.de/DE/Service/Gesetze-und-Gesetzesvorhaben/Gesetz-Unternehmerische-Sorgfaltspflichten-Lieferketten/gesetz-unternehmerische-sorgfaltspflichten-lieferketten.html> (abgerufen am 10.4.2023).
- Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2023b): Das Bürgergeld auf einen Blick. <https://www.bmas.de/DE/Arbeit/Grundsicherung-Buergergeld/Buergergeld/buergergeld.html>
- Bundesministerium für Justiz (2021): Gesetz über die unternehmerischen Sorgfaltspflichten in Lieferketten, Berlin.
- Caballero, R., Hoshi, T. und Kashyap, A. (2008): Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan. *American Economic Review*, 98 (5), 1943–1977.
- Campbell, D. (1979): Assessing the Impact of Planned Social Change. *Evaluation and Program Planning*, 2 (1), 67–90.
- Chen, J., Ebeke, Ch., Garcia-Saltos, R., Gudmundsson, T., Ilyina, A., Kangur, A., Kunaratskul, T., Rodriguez, S., Ruta, M., Schulze, T., Soderberg, G. und Trevino, J. P. (2023): Geoeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism. *IMF Staff Discussion Notes*.
- Ciravegna, L. und Michailova, S. (2022): Why the World Economy Needs, But Will Not Get, More Globalization in the Post-COVID-19 Decade. *Journal of International Business Studies*, 53, 172–186
- Deutsche Bundesbank (2018): Monatsbericht Januar 2018, 77–94, Frankfurt am Main.
- Deutscher Bundestag (2016): Gesetz zur Flexibilisierung des Übergangs vom Erwerbsleben in den Ruhestand und zur Stärkung von Prävention und Rehabilitation im Erwerbsleben (Flexirentengesetz)
- Die Bundesregierung o.J. Die Bürokratiebremse – One in, one out-Regel (abgerufen am 7.4.2023).
- Die Bundesregierung und Statistisches Bundesamt (2023): Verbändeabfrage zum Bürokratieabbau. Ergebnis Ergebnisdokumentation über die kategorisierten und priorisierten Einzelvorschläge, Berlin.
- Eucken, W. (1952): *Grundzüge der Wirtschaftspolitik*. Tübingen, Mohr Siebeck.
- Europäische Kommission, Generaldirektion Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion (2020): Study on the Costs of Compliance for the Financial Sector – Final Report. Publications Office, S.154–155.
- Europäische Union (2013a): Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG Text von Bedeutung für den EWR
- Europäische Union (2013b): Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 (Text von Bedeutung für den EWR) Text von Bedeutung für den EWR.
- Europäische Union (2019): Verordnung (EU) 2019/876 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Mai 2019 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 in Bezug auf

- die Verschuldungsquote, die strukturelle Liquiditätsquote, Anforderungen an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten, das Gegenparteiausfallrisiko, das Marktrisiko, Risikopositionen gegenüber zentralen Gegenparteien, Risikopositionen gegenüber Organismen für gemeinsame Anlagen, Großkredite, Melde- und Offenlegungspflichten und der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 (Text von Bedeutung für den EWR.)
- European Central Bank (2012): Verbatim of the Remarks Made by Mario Draghi Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London, 26 July 2012 (abgerufen am 5.3.2020).
 - European Parliament (2023): Fit for 55: Parliament Adopts Key Laws to Reach 2030 Climate Target.
 - European Union (2020): Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and the Council of 18 June 2020 on the Establishment of a Framework to Facilitate Sustainable Investment, and Amending Regulation (EU) 2019/2088.
 - Feridun, M. und Özun, A. (2020): Basel IV Implementation: a Review of the Case of the European Union. *Journal of Capital Market Studies*, 4 (1), 7–24.
 - Fratzscher, M. (2022): Mythos namens Lohn-Preis-Spirale, TAZ Online 12.7.2022 (abgerufen am 15.3.2023).
 - Galati, G. und Moessner, R. (2013): Macrocprudential Policy: A Literature Review. *Journal of Economic Surveys*, 27 (5), 846–878.
 - Ganelli, G. und Miake, N. (2015): Foreign Help Wanted: Easing Japan's Labor Shortages. *IMF Working Paper Volume 2015, Issue 181*.
 - Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft, GDV (2020): Regulierung kostet Deutschland rund 165 Mrd. Dollar. *VersicherungswirtschaftHeute*, 17.02.2020.
 - Hayek, F. A. von (1931): *Prices and Production*. New York, August M. Kelly Publishers.
 - Heckscher, E. und Ohlin, B. (1991): *Heckscher-Ohlin Trade Theory*. Flam, Harry (Hrsg.), Cambridge, The MIT Press.
 - Hetzel, R. (2012): *The Great Recession: Market Failure or Policy Failure?* Cambridge, Cambridge University Press.
 - Hoffmann, A. und Schnabl, G. (2016): The Adverse Effects of Unconventional Monetary Policy. *Cato Journal*, 36 (3), 449–484.
 - Israel, K.-F., Sepp, T. und Sonnenberg, N. (2023): The Effects of Unconventional Monetary Policy on Stock Markets and Household Incomes in Japan. *Universität Leipzig Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät Working Paper 177*.
 - Kämpfer, W. und Löwenberg, A. (2007): The Political Economy of Economic Sanctions. In: Todd Sandler und Keith Hartley (Hrsg.): *Handbook of Defense Economics*. Amsterdam, Elsevier, 867–911.
 - Kolev, G. und Neligan, A. (2022): Effects of a Supply Chain Regulation. *German Economic Institute, IW-Report 8*.
 - Kooths, S. (2022): EU Taxonomy: Mission Impossible. *The Economists' Voice*, 19 (2), 213–219.
 - Kunze, F., Windels, T. und Dill, S. (2015): Basel III und die Risikotragfähigkeit von Banken nach der Finanzkrise. In: Oliver Everling und Karl-Heinz Goedeckemeyer (Hrsg.): *Bankenregulierung*. Wiesbaden, Springer Gabler, 291–321.
 - Lagarde, Ch. (2020): Monetary Policy in a Pandemic Emergency. Keynote speech by Christine Lagarde, President of the ECB, at the ECB Forum on Central Banking.
 - Lagarde, Ch. (2022): A New Global Map: European Resilience in a Changing World. Keynote speech by Christine Lagarde, President of the ECB, at the Peterson Institute for International Economics

- Lindblom, Ch. (1977): *Politics and Markets: The World's Political-Economic Systems*. New York, Basic Books.
- Maihold, G. (2022): *A New Geopolitics of Supply Chains: The Rise of Friend-shoring*. SWP Comments 45/2022,
- McKinnon, R. (2013): *The Unloved Dollar Standard: From Bretton Woods to the Rise of China*. Oxford, Oxford University Press.
- McKinnon, R. und Schnabl, G. (2012): China and its Dollar Exchange Rate. A Worldwide Stabilizing Influence? *The World Economy*, 35 (6), 667–693.
- Menkhoff, L. (2022): Kleine Welt: Wenn Deutschland nur mit sich selbst handelt. *Wirtschaftsdienst*, 102 (7), 523–528.
- Merton, R. (1949): *Social Theory and Social Structure*. New York, University of Columbia.
- Minsky, H. (1977): The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to „Standard“ Theory. *Nebraska Journal of Economics and Business*, 16 (1), 5–16.
- Müller, S. und Schnabl, G. (2017): Zur Zukunft der Europäischen Union aus ordnungspolitischer Perspektive. *ORDO* 68, 3–34.
- Niskanen, W. (1971): *Bureaucracy and Representative Government*, Chicago, Routledge.
- Peek, J. und Rosengren, E. (2005): Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan. *American Economic Review*, 95 (4), 1144–1166.
- Piketty, Th. (2014): *Capital in the Twenty-First Century*. Cambridge, Massachusetts, The Belknap Press of Harvard University Press.
- Posner, R. (1974): Theories of Economic Regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 5 (2), 335–358.
- RedaktionsNetzwerk Deutschland (2022): Die Inflation und die Folgen: Finanzminister Lindner warnt: „Die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale ist real“. Online (abgerufen am 1.4.2023).
- Ricardo, D. (1817): *On the Principles of Political Economy and Taxation*. London, John Murray.
- Salter, A. und Tarko, V. (2019): Governing the Banking System: An Assessment of Resilience Based on Elinor Ostrom's Design Principles. *Journal of Institutional Economics*, 15, 505–519.
- Schnabel, I. (2021): Reflation, Not Stagflation. Speech by Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, at a virtual event organised by Goldman Sachs.
- Schnabl, G. (2019): China's Overinvestment and International Trade Conflict. *China & World Economy*, 27 (4), 37–62.
- Schnabl, G. und Sepp, T. (2021): Inflationsziel und Inflationsmessung in der Eurozone im Wandel. *Wirtschaftsdienst*, 101 (8), 615–620.
- Schnabl, G. und Stratmann, A. (2019): Warum geht's unseren Banken so schlecht? *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung*. 20.1.2019, 30.
- Sinn, H.-W. (2021): Die wundersame Geldvermehrung: Staatsverschuldung, Negativzinsen, Inflation. Freiburg im Breisgau, Herder Verlag.
- Stehrer, R. und Leitner, S. (2019): Demographic Challenges for Labour Supply and Growth. *WIIW Research Report* 439.
- Stigler, G. (1971): The Theory of Economic Regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 2 (1), 3–21.