

# Quantitative Easing und griechische Schulden- debatte: Zur aktuellen Krisenrolle der EZB

Philipp Heimberger

Welche Rolle spielt die Europäische Zentralbank (EZB) in der aktuellen Krise? Die Eurozone befindet sich im siebenten Krisenjahr, ein Ende ist nicht in Sicht: Die Arbeitslosigkeit bleibt hoch, der Deflationsdruck hat sich in den letzten Monaten noch einmal deutlich verschärft. Die EZB steht im Mittelpunkt von Debatten über Maßnahmen zur Bekämpfung der anhaltenden Krise. Dieser Debattenbeitrag beleuchtet ihre Rolle in zwei besonders strittigen Fragen: Zum einen liefert er eine kritische Einschätzung des am 22.1.2015 angekündigten Anleihen-Kaufprogrammes („Quantitative Easing“); zum anderen fokussiert er auf die Maßnahmen der EZB im Zuge der griechischen Schuldendebatte.

## 1. Deflation in der Eurozone: Geldpolitisches Pulver der EZB verschossen?

Die Eurozonenwirtschaft taumelt zum dritten Mal seit dem Ausbruch der Finanzkrise in Richtung Rezession. Die Arbeitslosenrate in der Eurozone liegt bei über 11 %, in Ländern wie Griechenland und Spanien bei mehr als 20 %. Gleichzeitig befinden sich die Inflationsraten seit 2012 auf Sinkflug. Die jährliche Inflationsrate im Euroraum betrug im Dezember 2014 -0,2 %. Dabei verzeichneten elf von achtzehn Eurozonenländern negative Raten. Die Kerninflationsrate in der Eurozone, welche die volatilen Preise für Energie und Lebensmittel herausrechnet, liegt seit geraumer Zeit deutlich unter 1 %. Dazu kommt, dass die Inflationserwartungen nach unten zeigen, wie auch EZB-Präsident Mario Draghi mittlerweile festgestellt hat (Draghi 2014).

Kurzum: Die EZB verfehlt ihr Preisstabilitätsziel, das nahe aber unter 2 % definiert ist, erheblich und systematisch. Die fallenden Inflationserwartungen nähren Sorgen, dass die Inflation über einen langen Zeitraum äußerst niedrig ausfallen könnte. Deflation droht den Euroraum in eine längerfristige Phase wirtschaftlicher Stagnation abrutschen zu lassen, da KonsumentInnen in Erwartung fallender Preise Konsumausgaben aufschieben und Unternehmen mit Investitionen zurückhalten. Deflationsdruck erhöht den realen Schuldenwert und erschwert so eine rasche Entschuldung jener AkteurInnen, die mit ihren Ausgaben zurückhalten, weil sie mit dem Schuldenabbau beschäftigt sind (Fisher 1933).

In dieser kritischen wirtschaftlichen Situation ist die Handlungsfähigkeit der EZB jedoch durch die Nulluntergrenze für Nominalzinsen eingeschränkt; die Leitzinsen liegen seit September 2014 bei 0,05 % und können damit nicht weiter abgesenkt werden, um Wachstum und Beschäftigung anzukurbeln. Vor diesem Hintergrund griff die EZB im Laufe des Jahres 2014 verstärkt zu unkonventionellen Maßnahmen; darunter waren a) zielgerichtete langfristige Refinanzierungsgeschäfte für Geschäftsbanken, die sich Refinanzierungsmittel für eine Laufzeit von vier Jahren zu einem sehr niedrigen Zinssatz sichern konnten („Targeted Longer Term Refinancing Operations“, TLTRO), und b) ein Ankaufprogramm von forderungsbesicherten Wertpapieren („Asset-backed securities“, ABS). Das Ziel der unkonventionellen EZB-Maßnahmen ist, die Kreditvergabe der Ge-

schäftsbanken an die Realwirtschaft anzukurbeln und den fallenden Inflationsraten entgegenzuwirken (EZB 2014).

Vor dem Hintergrund des weiter zunehmenden deflationären Drucks kündigte die EZB am 22.1.2015 außerdem ein Ankaufprogramm von Staatsanleihen und anderen Wertpapieren an, das unter „Quantitative Easing“ (QE) firmiert (EZB 2015a). Das Gesamtvolumen dieses Programms soll monatlich €60 Mrd. betragen und vorläufig bis Ende September 2016 laufen. EZB Präsident Draghi betonte jedoch, dass der Anleihenankauf fortgesetzt werde „until we see a sustained adjustment in the path of inflation which is consistent with our aim of achieving inflation rates below, but close to, 2% over the medium term“ (Draghi 2015). Vor allem deutsche ÖkonomInnen laufen gegen QE Sturm. Die EZB überschreite durch den Ankauf von Staatsanleihen ihr Mandat und beschwöre unkontrollierbare Inflationsrisiken herauf – so lauten die zentralen Vorwürfe. Dass es angesichts deutlich zu niedriger Inflationsraten geldpolitisch gerade darum gehen sollte, die Eurozonewirtschaft zu stützen und die Inflation wieder nach oben zu befördern, ficht die KritikerInnen nicht an. Zu tief scheint die insbesondere in Deutschland verbreitete Angst zu sitzen, dass ein Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB zu galoppierender Inflation führen und außerdem den Reformdruck in den südeuropäischen Ländern mindern könnte. Diese Ängste sind, wie im Anschluss argumentiert wird, fehlgeleitet. Dennoch ist aus anderen Gründen zum einen vor übertriebenen Erwartungen in die konjunkturfördernden und inflationsstimulierenden Effekte und zum anderen vor möglichen unerwünschten Neben- und Folgewirkungen von QE zu warnen.

## **2. Was sind die zu erwartenden Wirkungen von QE?**

Indem die EZB Staatsanleihen auf den Sekundärmärkten kauft, druckt sie real kein Geld; sie schreibt den Geschäftsbanken vielmehr Zentralbankgeld auf deren Reservekonten gut, welche diese bei der EZB haben, um dort Einlagen – sogenannte Bankreserven – zu halten: Die Staatsanleihen, die sich zuvor im Besitz des Privatsektors befanden, werden durch den EZB-Ankauf in Bankreserven eingetauscht (Grunert 2015). Dadurch steigt die sogenannte Geldbasis, zu welcher der ganze Bestand an umlaufenden Banknoten und Münzen sowie die durch den Ankauf der Staatsanleihen ansteigenden Einlagen der Geschäftsbanken bei der EZB zählen (siehe z.B. Heine / Herr 2008).

Eine erhöhte Geldbasis bewirkt jedoch noch keinen wirtschaftlichen Aufschwung und Inflation; Bankreserven stehen nicht für Konsum und Investitionen zur Verfügung. Die EZB setzt zwar darauf, dass die erhöhte Liquidität von den Geschäftsbanken für eine verstärkte Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen genützt werden wird, sodass Konsum und Investitionen angekurbelt werden: Höhere Bankreserven würden – unter der theoretischen Vorstellung eines „Geldschöpfungsmultiplikators“ – zu einem Vielfachen an privaten Krediten führen. Tatsächlich kann eine Zentralbank jedoch die Kreditvergabe an den Privatsektor und die Geldmenge – definiert als Geldbestand in den Händen von Nicht-Banken – nicht nach ihrem Belieben steuern. Der Geldschöpfungsmultiplikator funktioniert nicht: Empirisch zeigt sich das in der Ausweitung der Liquidität im Bankensektor nach dem Ausbruch der Finanzkrise ohne gleichzeitigen Anstieg der Kreditmenge. Die monetären Indikatoren Geldbasis und Geldmenge entwickeln sich seit dem Ausbruch der Krise auseinander (siehe z.B. DeGrauwe / Ji 2013).

Koo (2015) argumentiert theoretisch und empirisch überzeugend, dass sich mehrere Eurozonenländer – Spanien, Irland, Portugal und Italien – in einer Bilanzrezession befinden. Eine Bilanzrezession ist eine besondere Art von Rezession, in der die Bilanzen des Privatsektors nach dem Platzen einer Vermögensblase – wie den Häuserpreisblasen in Spanien und Irland – unter Wasser stehen, da die Vermögenswerte stark fallen, während die Verbindlichkeiten weiter bedient werden müssen. In einer solchen Situation sehen sich Unternehmen und Haushalte dazu gezwungen, ihre Schulden abzubauen und zu sparen, um ihre Bilanzen sanieren zu können. Dieser Entschuldungsprozess führt dazu, dass der Privatsektor seine Ausgaben massiv zurückfährt und die Kreditnachfrage – trotz niedriger Zinsen und extrem günstiger Finanzierungsbedingungen – äußerst verhalten bleibt.

Geldpolitik ist unter diesen Rahmenbedingungen ineffektiv, wenn nicht die zuständigen Regierungen über defizitfinanzierte Staatsausgaben die durch den Schuldenabbau im Privatsektor entstehenden Nachfragelücken schließen, bis der Privatsektor den Schuldenabbau abgeschlossen hat und bereit ist, seine Kreditnachfrage zu erhöhen. Eine Ausweitung der Geldbasis durch den Ankauf von Staatsanleihen muss hinsichtlich der Ankurbelung von Wirtschaft und Inflation ineffektiv bleiben, solange nicht gleichzeitig expansive Fiskalpolitik betrieben wird, weil der Privatsektor in den von einer Bilanzrezession betroffenen Ländern gar nicht bereit ist, mehr Ausgaben zu tätigen.

Koo (2015) verweist darauf, dass nicht nur die Erwartungen in Bezug auf positive makroökonomische Effekte von QE niedrig anzusetzen sind; er diskutiert auch zwei zentrale, mit QE verbundene Risiken. Erstens, die Verstärkung von Finanzmarktinstabilitäten durch das aggressive Nach-unten-Drücken der langfristigen Zinsen: Eine Ausweitung der Geldbasis durch QE bedeutet, dass im Finanzsektor mehr Liquidität zur Spekulation bereit steht, während der Privatsektor (Nicht-Banken-Unternehmen und private Haushalte) Schuldenabbau betreibt, mit Ausgaben zurückhält und die Realwirtschaft in einer anhaltenden Krise feststeckt; dadurch besteht die Gefahr des Anheizens von Vermögenspreisblasen, bspw. auf Aktien- und Immobilienmärkten. Zweitens sind erhebliche unerwünschte Komplikationen beim „Exit“ aus dem QE-Programm wahrscheinlich, da es für eine Zentralbank schwierig ist, die Liquidität zur richtigen Zeit – nämlich wenn die Sanierung der Bilanzen des Privatsektors abgeschlossen ist – wieder den Finanzmärkten zu entziehen, ohne dabei die wirtschaftliche Erholung durch einen Anstieg des langfristigen Zinsniveaus zu torpedieren.

Nur ein fiskalpolitischer Kurswechsel ermöglicht eine wirksame Bekämpfung der Spirale aus steigender Verschuldung und sinkender Inflation, die in der Eurozone bereits voll im Gang ist (Mazzolini und Mody 2014). Die EZB ist mit dieser Aufgabe überfordert, wenn sie auf sich alleine gestellt ist. Ein Kurswechsel zur Bekämpfung der Deflation sollte konkret zwei Aspekte berücksichtigen: Erstens gilt es durch eine Abkehr von der einseitigen Austeritätspolitik in den bereits unter Deflation leidenden Ländern in Südeuropa die Konsum- und Investitionsnachfrage zu stabilisieren. Durch eine aktive Rolle der Fiskalpolitik ließen sich dort, wo der Privatsektor weiterhin mit dem Schuldenabbau beschäftigt ist, die durch den Entschuldungsprozess entstehenden, deflationären Nachfragelücken reduzieren. Dies würde Wachstum und Beschäftigung stärken und den Deflationskräften entgegenwirken. Zweitens müssten jene Eurozonenländer, deren wirtschaftspolitischer Spielraum größer ist – Deutschland, Österreich und andere Kernländer – durch eine signifikante Ausweitung der öffentlichen Investitionen und höhere Lohnabschlüsse dazu beitragen, dass die Nachfrage angekurbelt und die Deflationsverzerrung in der Eurozone korrigiert wird.

### 3. Griechische Schuldendebatte: EZB als „Lender of Last Resort“

Eine umstrittene Rolle spielt die EZB in der aktuellen wirtschaftspolitischen Debatte nicht nur durch ihr QE-Programm; sie hat auch eine wichtige Stellung in der nach dem Wahlsieg Syrizas in Griechenland neu entfachten griechischen Schuldendebatte inne. Denn Griechenlands Bankensystem ist fragil. Griechische Banken sind vom Zugang zu EZB-Krediten abhängig; ihr aktueller Finanzierungsbedarf ist hoch, weil ihre Einlagen – durch sich fortsetzende Kapitalflucht – schrumpfen, was das Kreditgeschäft erschwert. Sollte die EZB die Bereitstellung von Liquidität stoppen, droht Griechenland ein Bankrun, der das Banken- und Finanzsystem in die Knie zwingen würde. Mit dem Eintreten eines solchen Szenarios wäre ein Rauswurf Griechenlands aus dem Euro die Folge; mit unabsehbaren Ansteckungseffekten – etwa bezüglich möglicher Spekulationen auf die Staatsanleihen anderer Eurozoneländer –, die potentiell auch für den Rest der Eurozone verheerend wären (Eichengreen 2007).

Die EZB nutzte die Abhängigkeit des griechischen Bankensystems von EZB-Krediten zuletzt als Druckmittel in der Auseinandersetzung um die Zukunft der griechischen Wirtschaft. Anfang Februar gab sie bekannt, sie werde griechische Staatsanleihen nicht mehr als Sicherheit im Gegenzug für Zentralbankgeld, das den griechischen Banken zur Verfügung gestellt wird, akzeptieren (EZB 2015b). Die EZB begründete dies damit, dass es angesichts der Forderungen der neuen griechischen Regierung nicht mehr möglich sei, von einem erfolgreichen Abschluss des Troika-Programms auszugehen. Aufgrund dieses EZB-Beschlusses bleibt Griechenland nur noch die sogenannte ELA (Emergency Liquidity Assistance), mit der die griechische Notenbank unter Genehmigung der EZB vorübergehend Liquiditätshilfe für griechische Geschäftsbanken sicherstellen kann. Die EZB könnte jedoch mit einer Zweidrittelmehrheit im EZB-Rat einen Stopp dieser Notfallhilfe beschließen. Dies wäre durchaus keine beispiellose Maßnahme, da die EZB im März 2013 bereits offen einen solchen ELA-Stopp für Zypern angekündigt hatte, um der zypriotischen Regierung die Bedingungen der Troika aufzuzwingen (EZB 2013).

Zahlreiche KommentatorInnen weisen zurecht darauf hin, dass diese Art der Einflussnahme durch die EZB einer Erpressung gleichkommt (siehe z.B. Flassbeck 2015). Zwar argumentieren wohlwollendere BeobachterInnen, es sei der EZB mit ihrer Entscheidung, keine griechischen Staatsanleihen mehr als Sicherheiten zu akzeptieren, nicht darum gegangen, Griechenland die Aufrechterhaltung der Troika-Auflagen aufzuzwingen oder das Land gar aus dem Euro zu drängen. Vielmehr habe EZB Präsident Draghi ein Signal an die deutsche Bundesregierung und andere EU-EntscheidungsträgerInnen senden wollen, dass der Zusammenbruch des griechischen Bankensystems kurz bevorstehe, wenn es nicht möglichst rasch zu einer für beide Seiten akzeptablen Verhandlungslösung komme (Coppola 2015). Selbst wenn diese Interpretation der Motivlage der EZB-EntscheidungsträgerInnen zuträfe, würde es sich jedoch immer noch um eine politische Einflussnahme der EZB handeln, die mit ihrem Unabhängigkeitsmandat nicht vereinbar ist.

Die EZB ist seit 2010 – gemeinsam mit Europäischer Kommission und IWF – Teil der Troika, der institutionellen Verhandlungs- und Überwachungsstruktur zwischen den GläubigerInnen und jenen Regierungen, die Finanzierungshilfe erhalten. Eine Zentralbank hat jedoch nicht die Aufgabe, auf Verhandlungen über die Bedingungen für Finanzierungshilfen Einfluss zu nehmen oder einzelnen Ländern sogar ihre präferierte Art von „Strukturreformen“ aufzunötigen. Sie ist dazu nicht demokratisch legitimiert und überschreitet ihr geldpolitisches Mandat. In diese Richtung weist auch der Generalanwalt des

Gerichtshofes der Europäischen Union, Pedro Cruz Villalon, in seinem Mitte Jänner 2015 veröffentlichten Gutachten zum OMT-Programm („Outright Monetary Transactions“) der EZB (Court of Justice 2015). Die EZB hatte im Sommer 2012 angekündigt, die Staatsanleihen von Eurozonenländern, die sich hohen Risikoaufschlägen an den Staatsanleihemärkten ausgesetzt sehen, in unbegrenztem Ausmaß an den Sekundärmärkten aufzukaufen, um die Anleihezinsen betroffener Staaten zu verringern und Finanzierungskrisen zu unterbinden. Als Voraussetzung für die Teilnahme an dem OMT-Programm schrieb die EZB jedoch die Teilnahme an einem Hilfsprogramm fest, die regelmäßig Spar- und Reformauflagen beinhalten, an denen auch die EZB als Teil der Troika in Sachen Gestaltung, Genehmigung und Monitoring der Maßnahmen mitwirkt.

Staatsanleihekäufe durch die EZB seien, so der Generalanwalt in seinem Gutachten, rechtmäßig, wenn die EZB eine angemessene Begründung für diese unkonventionelle geldpolitische Maßnahme darlege; die Begründung betrifft dabei die Identifikation der außergewöhnlichen Umstände, welche den Ankauf der Staatsanleihen erforderlich machen. Die EZB müsse über einen weiten Ermessensspielraum verfügen, um ihre geldpolitischen Aufgaben effektiv erfüllen zu können. Voraussetzung sei jedoch, dass sich die EZB aus den Hilfsprogrammen betroffener Länder heraushalte, anderenfalls überschreite sie ihr Mandat.

#### 4. Schlussfolgerungen

Die Troika ist aufzulösen; die EZB ist nicht demokratisch legitimiert, sich in die politischen Angelegenheiten einzelner Mitgliedsländer einzumischen. Verhandlungen über eine Erleichterung der griechischen Schuldenlast müssen frei von dem über den Köpfen der VerhandlerInnen schwebenden Damoklesschwert eines erzwungenen Liquiditätsstopps durch die EZB geführt werden können. Die Geldpolitik der EZB hat sich an den Liquiditätsbelangen der Eurozonenmitgliedsländer zu orientieren. Um Zahlungsausfälle von SchuldnerInnen zu verhindern, deren Insolvenz zu Ansteckungseffekten und dem Zusammenbruch des Finanzsystems führen kann, muss die EZB selbst dann noch Kredite vergeben, Schulden garantieren und Liquidität bereitstellen, wenn keine anderen Akteure mehr dazu bereit sind.

Im Falle Griechenlands bedeutet dies konkret, dass die EZB in Zukunft keine Maßnahmen mehr treffen sollte, die es den griechischen Banken erschweren, Liquiditätshilfen zu erhalten. Sie sollte im Gegenteil klar machen, dass sie mit allen Mitteln als „Lender of Last Resort“ bereit steht, um das griechische Banken- und Finanzsystem vor dem Zusammenbruch zu bewahren; das heißt, sie sollte griechische Staatsanleihen als Sicherheiten akzeptieren und die ELA für Griechenlands Bankensystem weiter bereitstellen – und zwar unabhängig vom Stand der Verhandlungen zwischen der griechischen Regierung und den Gläubiger-VertreterInnen der EU und des IWF über die Bedingungen für aktuelle oder zukünftige Finanzierungshilfen.

Die Zeichen für eine politische Lösung in der Auseinandersetzung um Griechenlands Staatsverschuldung stehen ungünstig: Eine erhebliche Schuldenerleichterung – bspw. in Form von Laufzeitverlängerungen, Zinsreduktionen auf bestehende Schulden und einer signifikanten Reduktion des von Griechenland an die GläubigerInnen abzuführenden Primärüberschusses (Überschuss des Saldos der staatlichen Einnahmen und Ausgaben exklusive der Zinszahlungen) – wäre zwar technisch machbar und ökonomisch sinnvoll. Politische Opposition gegen jedwede Form von Zugeständnis kommt jedoch nicht nur

aus Berlin und Brüssel, sondern auch von RegierungsvertreterInnen anderer Peripherieländer, die unter einem Troika-Programm stehen und sich eine „Sonderbehandlung“ Griechenlands verbitten. Umso dringlicher erscheint es, dass die EZB in Zukunft alle Handlungen unterlässt, die darauf abzielen, Griechenland – oder einem anderen Eurozonenland – bestimmte Spar- und Reformauflagen aufzuzwingen.

Natürlich muss die EZB an der Erreichung ihres Preisstabilitätsziels gemessen werden, welches sie seit längerem systematisch und erheblich verfehlt. Die Erwartungen in die Effektivität von Geldpolitik dürfen unter den aktuellen Rahmenbedingungen jedoch nicht zu hoch gesteckt sein; denn der EZB-Präsident hat mit der Ankündigung des QE-Programms endgültig sein Pulver verschossen. Die EZB trachtet danach, das Signal auszusenden, dass sie alles in ihrer Macht stehende tun wird, um den Deflationstendenzen in der Eurozone entgegenzuwirken. Das Anleihekaufprogramm wird jedoch kaum positive Effekte auf das Preisniveau und die Realwirtschaft haben. Ein fiskalpolitischer Kurswechsel – weg von der einseitigen Austeritätspolitik der letzten Jahre, hin zu einer investitionsfördernden Wachstumspolitik zum Abbau der Arbeitslosigkeit – ist erforderlich. Denn Fiskalpolitik kann für Nachfrageausfälle des in mehreren Eurozonenländern mit dem Schuldenabbau beschäftigten Privatsektors direkt kompensieren und dadurch eine Erholung von Konsum und Investitionen ermöglichen; unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen der EZB sind dazu alleine nicht in der Lage. Auf der Grundlage eines durch einen fiskalpolitischen Kurswechsel ermöglichten, tragfähigen Aufschwungs der Eurozonenwirtschaft würde auch die Inflation wieder so weit steigen, dass sie mit dem Preisstabilitätsziel der EZB konsistent ist.

## Literatur

- Coppola, Frances (2015) What on earth is the ECB up to?, Blog: Coppola Comment (5.2.2015), <http://coppolacomment.blogspot.fr/2015/02/what-on-earth-is-ecb-up-to.html?spref=tw> [zuletzt abgerufen am 9.2.2015].
- Court of Justice of the European Union (2015) According to Advocate General Cruz Villalón, the ECB's Outright Monetary Transactions programme is compatible, in principle, with the TFEU, Pressemitteilung vom 14.1.2015, <http://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2015-01/cp150002en.pdf> [zuletzt abgerufen am 21.2.2015].
- DeGrauwe, Paul/Ji, Yumei (2013) Fiscal implications of the ECB's bond-buying programme, VoxEU (14.6.2013), [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605\\_2.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_2.en.html) [zuletzt abgerufen am 21.2.2015].
- Draghi, Mario (2014) Monetary policy in the Euro Area, Rede von EZB-Präsident Draghi am 21.11.2014, <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141121.en.html> [zuletzt abgerufen am 9.2.2015].
- Draghi, Mario (2015) Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A), Pressekonferenz von EZB-Präsident Mario Draghi anlässlich der Präsentation des Anleihekaufprogrammes der EZB am 22.1.2015, <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.en.html> [zuletzt abgerufen am 9.2.2015].
- Eichengreen, Barry (2007) The Breakup of the Euro Area, NBER Working Paper No. 13393.
- EZB (2013) Governing Council decision on Emergency Liquidity Assistance requested by the Central Bank of Cyprus, Pressemitteilung der EZB am 21.3.2013, <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130321.en.html> [zuletzt abgerufen am 9.2.2015].
- EZB (2014) ECB announces monetary policy measures to enhance the functioning of the monetary policy transmission mechanism, Pressemitteilung der EZB am 5.6.2014, [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605\\_2.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_2.en.html) [zuletzt abgerufen am 21.2.2015].



- EZB (2015a) ECB announces expanded asset purchase programme, Pressemitteilung der EZB am 22.1.2015, [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html) [zuletzt abgerufen am 9.2.2015].
- EZB (2015b) Eligibility of Greek bonds used as collateral in Eurosystem monetary policy operations, Pressemitteilung der EZB am 4.2.2015, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150204.en.html> [zuletzt abgerufen am 9.2.2015].
- Fisher, Irving (1933) The Debt-Deflation-Theory of Great Depressions, in: *Econometrica*, 1(4) 337–357.
- Flassbeck, Heiner (2015) Griechenland unter Druck, Blog: Flassbeck Economics (5.2.2015), <http://www.flassbeck-economics.de/griechenland-unter-druck/> [zuletzt abgerufen am 9.2.2015].
- Grunert, Günther (2015) Macht und Ohnmacht der Zentralbanken, Flassbeck Economics (19.2.2015), [http://www.flassbeck-economics.de/macht-und-ohnmacht-der-zentralbanken/#\\_ftn1](http://www.flassbeck-economics.de/macht-und-ohnmacht-der-zentralbanken/#_ftn1) [zuletzt abgerufen am 21.2.2015].
- Heine, Michael/Herr, Hansjörg (2008) *Die Europäische Zentralbank: eine kritische Einführung in die Strategie und Politik der EZB und die Probleme in der EWU*, Marburg: Metropolis.
- Koo, Richard (2015) *The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap*, John Wiley/Sons: Singapore.
- Mazzolini, Giulio/Mody, Ashoka (2014) Austerity Tales: the Netherlands and Italy, Blog: Bruegel (3.10.2014), <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1449-austerity-theses-the-netherlands-and-italy/> [zuletzt abgerufen am 9.2.2015].