

## BÜCHER

### **Eine fiskalpolitische Lösung für die Eurozone**

Rezension von: Richard Koo, *The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap*, John Wiley & Sons, Singapur 2015, gebunden, 320 Seiten, € 32,40; ISBN 978-1-119-02812-3.

Welche wirtschaftspolitischen Maßnahmen fördern eine anhaltende Erholung der Eurozonenwirtschaft, und welche Maßnahmen würden sich als ineffektiv herausstellen? Der taiwanesischer Ökonom Richard Koo, Chefökonom am Nomura Research Institute in Tokio, leistet mit seinem vorliegenden Buch einen wichtigen Debattenbeitrag zur Beantwortung dieser Fragen.

Koos Lösungsweg für die wirtschaftlichen Probleme in der Eurozone liegt in defizitfinanzierten Staatsausgaben zur Ankurbelung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, was sich folgerichtig aus seiner Analyse über den Zusammenhang zwischen den Finanzierungssalden der Sektoren einer Volkswirtschaft ergibt. Die Möglichkeiten der Geldpolitik, die Konjunktur anzuregen, seien derzeit nahezu vollkommen eingeschränkt, weil in weiten Teilen der Eurozone private Haushalte sparen, um ihre Bilanzen zu sanieren, und weil auch viele Unternehmen weiterhin nicht bereit seien, Kredite aufzunehmen. In dieser Situation sollten die betroffenen Staaten keinen ausgeglichenen Budgetsaldo anstreben; sie müssen vielmehr expansive Fiskalpolitik betreiben, um der aus den Nachfrageausfällen im Privatsektor resultierenden Deflationsspirale entgegenzuwirken und eine damit einhergehende schwere Schädigung der Wirtschaft zu verhindern.

Koos Buch beinhaltet sechs Kapitel, die in drei größere Teile untergliedert werden können: Zunächst legt Koo in Kapitel 1 sein Konzept der „Bilanzrezession“ dar, das für seine Überlegungen zentrale Bedeutung hat. Dabei erläutert er das Vermächtnis dieses speziellen Rezessionstyps, nämlich eine Art von „Schulden-trauma“, das die Kreditnachfrage von privaten Haushalten und Unternehmen für Jahre nach unten drückt.

Im zweiten Teil des Buches (Kapitel 2) sucht der Ökonom zu zeigen, dass unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen, die auf eine Ankurbelung der Konjunktur abzielen, bestenfalls minimalen Nutzen versprechen, während sie große Risiken und unerwünschte Nebenwirkungen mit sich bringen. Defizitfinanzierte Staatsausgaben seien extrem aggressiver Geldpolitik vorzuziehen. Im dritten Teil des Buches – bestehend aus den Kapiteln 3 bis 6 – wendet Koo schließlich sein Konzept der „Bilanzrezession“ auf die Erfahrungen in den USA, Japan, der Eurozone und in China an.

### Was ist eine „Bilanzrezession“?

Koos Forderungen nach expansiver Fiskalpolitik für die Eurozone und andere Teile der Weltwirtschaft ergeben sich aus dem Konzept der „Bilanzrezession“. Dabei handelt es sich um eine besondere Art von Rezession, die dann auftritt, wenn es zum Platzen einer Vermögenspreisblase kommt, deren Entstehen durch starke Kreditvergabe an den Privatsektor getrieben war: Die Bilanzen eines großen Teils der privaten Haushalte und Unternehmen stehen nach dem Platzen der Blase – wie etwa der Immobilien- und Aktienpreisblase in Japan in den frühen 1990ern sowie den Immobilienblasen in Spanien und Irland im Vorfeld der globalen Finanzkrise 2008 – „unter Wasser“, weil die Vermögenswerte fallen, während die Verbindlichkeiten in unveränderter Höhe bedient werden müssen. Dies verursacht die Überschuldung eines großen Teils der AkteurInnen des Privatsektors, die rasch den Schuldenabbau forcieren müssen, um ihre Zahlungsunfähigkeit zu verhindern, was zu privaten Nachfragerückgängen führt, welche die Wirtschaftsleistung nach unten ziehen.

Eine Bilanzrezession ist viel seltener als „normale“ Rezessionen, die aus keynesianischer Sicht aus einer Eintrübung der Ertragserwartungen der Unternehmen nach einer Hochkonjunkturphase und dem damit einhergehenden Rückgang von Investitionen und gesamtwirtschaftlicher Nachfrage resultieren, eine übliche Phase des Konjunkturzyklus darstellen und – anders als im Bilanzrezessions-Typus von Koo – nicht das vorausgehende Platzen einer kreditgetriebenen Vermögenspreisblase voraussetzen.

Von entscheidender Bedeutung ist, dass – im Gegensatz zu „normalen“ Wirtschaftsabschwüngen – in einer Bilanzrezession traditionelle Stabilisierungspolitik nicht greift: Selbst wenn die Zentralbank die Leitzinsen auf (nahe) null absenkt, um Unternehmensinvestitionen und Konsum anzuregen, ist der Privatsektor nicht bereit, Kredite aufzunehmen und seine Ausgaben zu erhöhen. Das liegt schlicht daran, dass sich Unternehmen und private Haushalte gezwungen sehen, ihre Bilanzen zu sanieren.

Koo verweist darauf, dass die Entschuldungsbemühungen aus individueller Sicht ein rationales, korrektes Verhalten darstellen: Um die Zahlungsunfähigkeit zu verhindern, bleibt dem einzelnen Unternehmen bzw. Haushalt nichts anderes übrig, als zu sparen. Der Entschuldungsprozess führt jedoch auf gesamtwirtschaftlicher Ebene dazu, dass der Privatsektor seine Investitions- und Konsumausgaben drastisch zurückfährt; die Kreditnachfrage bleibt äußerst verhalten – trotz Zinsen nahe null, das heißt extrem günstiger Finanzierungsbedingungen.

Es handelt sich somit um ein in der keynesianischen Wirtschaftstheorie gängiges Problem einer „*fallacy of composition*“, das heißt eines falschen Schlusses von den Einzelteilen – den Unternehmen und Haushalten – auf eine Volkswirtschaft als Ganzes. Sparverhalten, das auf einzelwirtschaftlicher Ebene korrekt ist, hat im Aggregat höchst problematische Folgen: Wenn alle AkteurInnen des Privatsektors gleichzeitig zu sparen versuchen und kaum jemand bereit ist, sich zu verschulden und Ausgaben zu tätigen, muss die aggregierte Nachfrage fallen und damit die Wirtschaftsleistung einbrechen – wenn nicht der Staat mit expansiver Fiskalpolitik entgegensteuert.

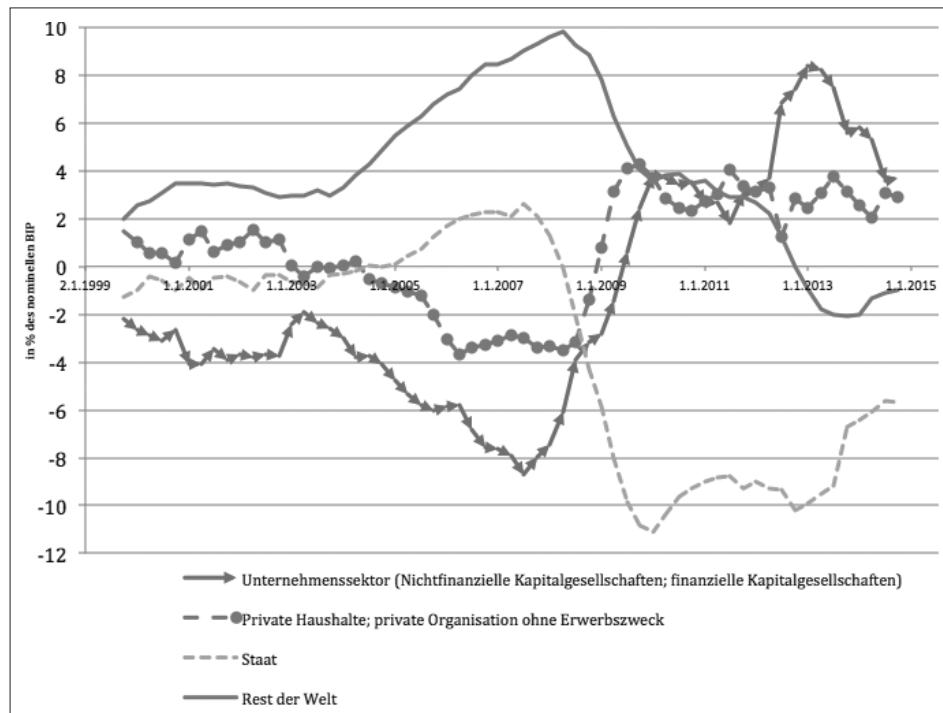
Am einfachsten lassen sich Koos Ausführungen zu den Saldenzusammenhängen zwischen den Sektoren einer Volkswirtschaft grafisch veranschaulichen. Abbildung 1 reproduziert die Darstellung der Bilanzrezession Spaniens mit aktuellen Eurostat-Daten zu den Finanzierungssalden von Unternehmen, privaten Haushalten, Staat und dem Rest der Welt. Die Summe der finanziellen Überschüsse bzw. Defizite der Sektoren ergibt aufgrund der definitorischen Zusammenhänge in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung zwingend immer null.

Anhand von Abbildung 1 lassen sich am Beispiel Spaniens einige Besonderheiten einer Bilanzrezession diskutieren: Erstens ging der spanischen Rezession der Jahre 2008/2009 das Entstehen einer massiven Häuserpreisblase voraus, getrieben durch einen Anstieg der Verschuldung des Privatsektors. In den Daten von Abbildung 1 zeigt sich der drastische Zuwachs der Privatverschuldung bis Mitte 2007 darin, dass Unternehmen (Pfeil-Linie) sowie Haushalte (gepunktete Linie) hohe negative Finanzierungssalden auswiesen. Diese Defizite des Privatsektors wurden größtenteils durch einen Anstieg der Auslandsverschuldung finanziert, was sich in den finanziellen Überschüssen des Rests der Welt zeigt (durchgezogene Linie). Spanien hatte nach der Euroeinführung 1999 enorme Kapitalzuflüsse aus dem Ausland zu verzeichnen; denn mit der Integration der Finanzmärkte in der Eurozone nahmen die Kapitalflüsse insbesondere aus Leistungsbilanzüberschussländern der Eurozone wie Deutschland rasant zu. Spanische Haushalte und Unternehmen konnten zu deutlich niedrigeren Zinsen Kredite aufnehmen als in der Zeit vor der Euroeinführung, was die Verschuldung des Privatsektors, den Anstieg der Häuserpreise, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit auch die Importnachfrage anheizte. In einem Land, das in den Vorkrisen Jahren so hohe Leistungsbilanzdefizite auswies wie Spanien, muss entweder der private oder der staatliche Sektor ein Finanzierungsdefizit haben, weil die Summe der sektoralen Finanzierungssalden stets null ist. In Spanien entwickelte sich – ebenso wie in Irland – ein massives Verschuldungsproblem im Privatsektor, nicht jedoch im Sektor Staat, wobei insbesondere Deutschland, aber auch einige andere Eurozoneländer mit Leistungsbilanzüberschüssen bezüglich der Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite und der damit im Zusammenhang stehenden Verschuldungsentwicklung in der Eurozonenperipherie eine wichtige Rolle spielten.<sup>1</sup> Mit der Finanzkrise drehte sich im Jahr 2008 die Entwicklung des spanischen Finanzierungssaldos mit dem Rest der Welt; die Kapitalflüsse aus dem Ausland stoppten abrupt, was die weitere Finanzierung hoher Leistungsbilanzdefizite unmöglich machte.<sup>2</sup>

Zweitens lässt sich aus Abbildung 1 erkennen, dass aufgrund des Platzens der spanischen Häuserpreisblase Ende 2007 sowohl Unternehmen als auch Haushalte auf drastische Weise zu sparen begannen, um ihre Verbindlichkeiten abzubauen: Zwischen dem dritten Quartal 2007 und dem dritten Quartal 2013 änderte sich der Finanzierungssaldo der Unternehmen von einem Defizit in der Höhe von 8,7% des Bruttoinlandsprodukts zu einem Überschuss von 7,5% (Pfeil-Linie); die Haushalte bewegten sich im selben Zeitraum von einem negativen Saldo von 3% zu einem positiven Saldo von 3,8% (gepunktete Linie) – und das trotz der durch die EZB in diesem Zeitraum vorgenommenen Zinssenkungen.

Drittens bedeuteten die Sparanstrengungen des Privatsektors einen Rückgang

**Abbildung 1: Spaniens Bilanzrezession, Finanzierungssaldo nach Sektoren**



Daten: Eurostat (abgerufen am 13.8.2015); eigene Berechnungen.

Anmerkung: Die Datenpunkte sind gleitende Durchschnitte über jeweils vier Quartale.

der Konsum- und Investitionsausgaben, was die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nach unten drückte. Die bis zum Beginn des Jahres 2010 stark steigenden Defizite des Sektors Staat (strichlierte Linie) kompensierten die aus dem Schuldenabbau resultierenden Nachfragerückgänge im Privatsektor jedoch teilweise, sodass sich die spanische Wirtschaft etwas von der Rezession der Jahre 2008/2009 zu erholen begann. Der spanische Staat nahm also bis Anfang 2010 zumindest teilweise die von Koo beschriebene, sehr wichtige Stabilisierungsrolle in einer Bilanzrezession wahr. Dann brach jedoch die Eurokrise aus, mit der auch der Beginn der Austeritätspolitik eingeleitet wurde – und nachdem die spanische Regierung die Budgetkonsolidierung mit Staatsausgabenkürzungen und Steuererhöhungen eingeleitet hatte, fiel die spanische Wirtschaft wieder in die Rezession zurück; das Eintreten des neuerlichen, durch restriktive Fiskalpolitik verursachten Abschwungs veranlasste die spanischen Unternehmen dazu, noch einmal den Abbau ihrer Verbindlichkeiten zu verschärfen (Pfeil-Linie).

Eine Nullzinspolitik der Zentralbank ist laut Koo nicht geeignet, um das nachfrageseitige Problem in einer Bilanzrezession zu lösen, das sich aus den Entschuldungsanstrengungen des Privatsektors ergibt, weil Unternehmen und Haushalte schlicht nicht fähig bzw. willens sind, sich zu verschulden. Damit eine Volkswirt-

schaft keinen starken Einbruch der Wirtschaftsleistung erlebt, muss sich jedoch irgendjemand verschulden, die vorhandenen Ersparnisse des Privatsektors aufnehmen und ausgeben. Dies kann, wie Koo detailliert nicht nur anhand der sektoralen Finanzierungssalden der spanischen, sondern auch anhand anderer Volkswirtschaften veranschaulicht, nur der Sektor Staat bewerkstelligen. Dieser muss über defizitfinanzierte Staatsausgaben die durch den Schuldenabbau entstehenden Nachfragemühen schließen, bis der Privatsektor bereit ist, seine Kreditnachfrage wieder zu erhöhen.

Versäumen es die von einer Bilanzrezession betroffenen Staaten, mit expansiver Fiskalpolitik gegenzusteuern, entsteht ein Leck bei den Zahlungsströmen und eine deflatorische Lücke, weil die Güternachfrage geringer ist als das Güterangebot: Die überschüssigen Ersparnisse, die aus dem Schuldenabbau-Prozess im Privatsektor resultieren, führen die Volkswirtschaft in eine Deflationsspirale. Das Nicht-Gegensteuern der Fiskalpolitik gegen eine solche deflationäre Nachfragemühen in den USA während der Großen Depression der 1930er-Jahre ließ laut Koo das Bruttonationaleinkommen um beinahe die Hälfte schrumpfen. Außerdem sei die wirtschaftliche Entwicklung Japans seit den frühen 1990er-Jahren durch den aus einer Bilanzrezession erwachsenden Deflationsdruck charakterisiert. Und einige europäische Länder – darunter Spanien – machten in den letzten Jahren ebenfalls leidvolle Erfahrungen mit den Auswirkungen verfrühter Budgetkonsolidierung in Zeiten einer Bilanzrezession.

### **Was ist die geldpolitische Falle, vor der Koo warnt?**

In Kapitel 2 führt Koo aus, weshalb Geldpolitik unter den Rahmenbedingungen einer Bilanzrezession weitgehend ineffektiv ist. Zu betonen ist, dass es Koo nicht darum geht, der Zentralbank jedwede krisenstabilisierende Aufgabe abzuspochen. Er macht vielmehr darauf aufmerksam, dass es nach dem Platzen von Vermögenspreisblasen stets zu Verwerfungen im Finanzsystem kommt. In einer solchen Situation kann nur die Zentralbank den Systemzusammenbruch verhindern, indem sie ihre Rolle als „*Lender of Last Resort*“ wahrnimmt: Sie muss selbst dann noch Kredite vergeben, Schulden garantieren und Liquidität bereitstellen, wenn keine anderen AkteureInnen mehr dazu bereit sind.

Wogegen Koo sich hingegen wendet, sind „*Quantitative Easing*“-Programme, die darauf abzielen, die Konjunktur anzukurbeln und die Inflation anzuheizen. Diesbezüglich spricht er von der „QE-Falle“. „QE“ ist die Abkürzung für *Quantitative Easing*, der mittlerweile selbst im deutschen Sprachraum gängigen Bezeichnung für ein von einer Zentralbank lanciertes Ankaufprogramm von Staatsanleihen und anderen Wertpapieren, das der Heranführung der zu niedrigen Inflation an das Preisstabilitätsziel bzw. der Anregung der Konjunktur dienen soll.

Worauf beruht Koos ablehnende Haltung gegenüber QE-Programmen? Die Zentralbank kann die Kreditvergabe an den Privatsektor und die Geldmenge – definiert als Geldbestand in den Händen von Nicht-Banken – nicht nach Belieben steuern. Tatsächlich steht hinter QE-Programmen jedoch aus monetaristischer Sicht die Vorstellung, dass die Geschäftsbanken auf Basis der durch den Ankauf der Staatsanleihen durch die Zentralbank ansteigenden Geldbasis – definiert als

der ganze Bestand an umlaufenden Banknoten und Münzen inklusive der Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank – das Geld vervielfältigen werden: Höhere Bankreserven würden, unter der theoretischen Vorstellung eines „Geldschöpfungsmultiplikators“, zu einem Vielfachen an privaten Krediten führen. Koo argumentiert, dass der Geldschöpfungsmultiplikator in einer Bilanzrezession nicht funktionieren kann: Das aus der Bilanzrezession resultierende „Schulden-trauma“ führt dazu, dass der Privatsektor nicht dazu bereit ist, neue Schulden aufzunehmen, solange er nicht den Schuldenabbau abgeschlossen hat.

Zu Recht weist Koo darauf hin, dass die orthodoxe Theorie unter den Rahmenbedingungen einer Bilanzrezession völlig inadäquat ist und keine haltbaren wirtschaftspolitischen Lösungen anzubieten hat. Denn Theorien in neoklassischer Tradition berücksichtigen Schuldenminimierungsverhalten ebenso wenig wie eine aus inadäquater Nachfrage resultierende, persistente gesamtwirtschaftliche Unterauslastung, bei der die Selbstregulierungskräfte der Märkte versagen.

Ein Kritikpunkt aus Sicht der heterodoxen Ökonomie besteht jedoch darin, dass die Analyse Koo zu sehr in der Idee des Geldschöpfungsmultiplikators verhaftet bleibt. Koo schreibt, dass in einer Bilanzrezession der Geldschöpfungsmultiplikator negativ sei. Damit versäumt er es, das Konzept zu verwerfen und explizit eine Theorieperspektive endogenen Geldes einzunehmen, in der das Geldangebot nicht mehr exogen von der Notenbank gesteuert wird und der Geldbestand einer Volkswirtschaft nicht durch das Angebot von Geld, sondern durch die Nachfrage nach Geld bestimmt wird.<sup>3</sup> Andererseits mag es auch Stimmen geben, die das Nicht-Verwerfen des Geldschöpfungsmultiplikators als eine der Stärken von Koo's Analyse auslegen, weil die Anschlussfähigkeit im monetaristischen *Mainstream* gewahrt bleibt.

Andere keynesianische ÖkonomInnen sind bezüglich der Wirksamkeit von QE-Programmen mitunter viel weniger kritisch als Koo: Die Zentralbank müsse, ebenso wie die fiskalpolitischen VerantwortungsträgerInnen, alles in ihrer Macht stehende tun, um die Erwartungen der WirtschaftsteilnehmerInnen positiv zu beeinflussen und dem Absacken der Inflationserwartungen entgegenzuwirken.<sup>4</sup> KritikerInnen argumentieren, Koo unterschätze die positiven Effekte von QE – insbesondere vor dem Hintergrund der institutionellen und politischen Situation in der Eurozone, in der expansive Fiskalpolitik nicht als wirtschaftspolitisches Instrument zur Verfügung stehe; dies mache es umso wichtiger, dass die EZB alle Hebel in Bewegung setze, um ihre Handlungsfähigkeit angesichts des bereits bestehenden Deflationsdrucks unter Beweis zu stellen.

Koo's kritische Position hat angesichts der Neigung des ökonomischen *Mainstream*, der Geldpolitik völlig die Aufgabe der Konjunkturbelebung zuzuschreiben, jedoch erhebliches Gewicht: Wenn die Konjunktur keine wirtschaftspolitische Unterstützung durch expansive Fiskalpolitik erfährt, wird die aggressive Geldpolitik der Zentralbank nicht die erwünschte anhaltende Belebung der Wirtschaft bringen können; letztlich würden vielmehr die aus Instabilitäten auf den Finanzmärkten erwachsenden Verwerfungen schwerer wiegen als die begrenzten positiven QE-Wirkungen auf die Güter- und Arbeitsmärkte.

Laut Koo bringt QE in einer Bilanzrezession deutlich höhere Risiken mit sich als fiskalische Defizite. Erstens verstärkt das aggressive Nach-unten-Drücken der

langfristigen Zinsen die Instabilität der Finanzmärkte. Im Finanzsektor steht mehr Liquidität zur Spekulation bereit; dadurch besteht die Gefahr des Anheizens von Vermögenspreisblasen, bspw. auf Aktien- und Immobilienmärkten, die nach ihrem Platzen zu gesamtwirtschaftlichen Verwerfungen führen und möglicherweise weitere staatliche Rettungsaktionen von Finanzmarktinstitutionen erforderlich machen, die wiederum von den SteuerzahlerInnen, und nicht von den VerursacherInnen, getragen werden müssen.

Zweitens sind laut Koo 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 konterkarieren.

Der QE-Ausstieg wird auch für die EZB früher oder später zu einer Schlüsselfrage werden. Wann sollte die Zentralbank beginnen, Liquidität aus den Finanzmärkten zu nehmen? Bevor die Inflation das Preisstabilitätsziel erreicht hat – oder erst, nachdem die Inflation einige Zeit über dem Zielwert verlaufen sein wird, um dem Risiko einer neuerlichen Rezession vorzubeugen? Sollte die EZB zunächst die Leitzinsen erhöhen, und dann mit dem QE-Ausstieg beginnen – oder umgekehrt vorgehen? Was werden die Auswirkungen des „Exit“ aus dem Anleihekaufprogramm auf die Finanzmärkte und die Realwirtschaft in der Eurozone sein? Welche nicht-intendierten, unvorhergesehenen Nebeneffekte werden die Entscheidungen über den Zeitpunkt und die Art der Durchführung des QE-Ausstiegs der EZB auf FinanzmarktakteurInnen und wirtschaftliche Entwicklung in anderen Teilen der Welt haben?

Das sind einige der Fragen, die über kurz oder lang die geldpolitische Debatte prägen werden. Damit wird auch Koos Argument, dass QE nicht nur anhand seiner Vorteile, sondern unter Berücksichtigung der Kosten zu beurteilen ist, wirtschaftspolitisch verstärkt aufs Tapet kommen. BefürworterInnen der EZB-Politik betonen in der öffentlichen Debatte alleine die Vorteile von QE, bspw. die reduzierte Zinsbelastung der Staatshaushalte der Eurozonenmitgliedstaaten, und das Profitieren exportstarker Eurozonenländer von einer Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar. Es müssen jedoch auch die Kosten mitgedacht werden, die sich aus den unerwünschten Nebenwirkungen der aggressiven Niedrigzinspolitik auf die Finanzmarktstabilität und den Schwierigkeiten des „Exit“ ergeben. Das ist die Botschaft Koos, die einen konstruktiven Beitrag zur makroökonomischen Debatte darstellt.

Ein Kritikpunkt besteht darin, dass Koo die Verteilungswirkungen von QE-Programmen nicht diskutiert. Wenn jedoch QE-Maßnahmen zu einem Boom der Aktienmärkte führen, von dem fast ausschließlich die vermögendsten Bevölkerungsgruppen profitieren, sind dadurch Verteilungswirkungen zuungunsten vermögensarmer Gruppen zu erwarten. Zu Koos Verteidigung ließe sich anführen, dass die Verteilungswirkungen von QE auf Einkommen und Vermögen in der ökonomischen Forschung generell unterbeleuchtet sind.

### Fiskalpolitik in der Eurozone

In Kapitel 5 legt Koo seine These dar, dass die Eurozone aufgrund der Auswirkungen der Finanzkrise und der Immobilienblasen in einigen Eurozonenländern nunmehr stark an die Erfahrungen Japans erinnert: Aufgrund des aus der Bilanzrezession in weiten Teilen der Eurozone resultierenden „Schuldentraumas“ sind Haushalte und Unternehmen kollektiv nicht in der Lage bzw. nicht gewillt, sich zu verschulden. Die fiskalpolitische Reaktion auf die Eurokrise war dementsprechend falsch: Anstatt mit expansiver Fiskalpolitik den deflationären Nachfragerücken im Privatsektor entgegenzuwirken, schwenkte die europäische Wirtschaftspolitik ab 2010 auf einen Austeritätsskurs, charakterisiert vor allem durch drastische Staatsausgabenkürzungen in der Eurozonenperipherie, die nicht nur zu sehr hohen Arbeitslosenraten, sondern auch zu sehr niedrigen Inflationsraten bzw. Deflation führten. Der Deflationsdruck erschwert wiederum den Schuldenabbau, weil die reale Schuldenlast zunimmt.

Koos Analyse hat Schnittstellen zu dem Buch „House of Debt“,<sup>5</sup> in dem die Ökonomen Mian und Sufi die Frage aufwerfen, wie es sein könne, dass die amerikanische Wirtschaft nach der Finanzkrise nicht zu einer rascheren Erholung ansetzte, obwohl die Bankenkrise bereits 2009 zu Ende war. Ihre Antwort lautet, dass der Grund im Schuldenüberhang der privaten Haushalte liegt, der zu großen gesamtwirtschaftlichen Nachfragerückgängen führte: Weil hauptsächlich vermögensärmere Haushalte mit hoher marginaler Konsumneigung von dem Verfall der Häuserpreise betroffen waren, entstanden durch den Schuldenabbau negative gesamtwirtschaftliche Kreislaufeffekte, die eine raschere und kräftigere Erholung der Wirtschaft verhinderten; nicht zuletzt, weil die amerikanische Regierung es verabsäumte, erhebliche Schuldenerleichterungen für die besonders überschuldeten Haushalte durchzusetzen. Genau wie in der Analyse von Mian und Sufi streicht auch Koo in Kapitel 3 die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Überschuldung privater Haushalte in den USA nach dem Platzen der *Subprime*-Blase heraus.

Die Überschuldung des Privatsektors stellt jedoch auch in Europa weiterhin ein zentrales Problem dar: Koo zeigt in Kapitel 5, dass weite Teile der Eurozone – Spanien, Irland, Portugal und Italien – im Jahr 2015 noch in einer Bilanzrezession stecken. Abbildung 1 veranschaulicht beispielsweise, dass die Haushalte und Unternehmen in Spanien auch im vierten Quartal 2014 noch dabei waren, ihre Verbindlichkeiten zu reduzieren, was sich in finanziellen Überschüssen des Privatsektors manifestiert. Der Großteil der Haushalte und Unternehmen in Spanien und einigen anderen Eurozonenländern interessiert sich kaum für billige Kredite, weil er nicht dazu in der Lage bzw. nicht willens ist, sich zu verschulden; der Versuch der EZB, mit QE-Maßnahmen neue SchuldnerInnen im Privatsektor zu finden, stößt deshalb an Grenzen.

Bemerkenswert ist jedoch, dass die Löhne als Einkommen der ArbeitnehmerInnen, die von entscheidender Bedeutung für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage sind, in Koos Überlegungen kaum eine Rolle spielen. Obgleich der Ökonom aufzeigt, dass die nachfrageseitigen Probleme einer Volkswirtschaft durch „Strukturreformen“ nicht gelöst werden können, verabsäumt er es, sich in Bezug auf die Eurozone näher mit eben diesen „Strukturreformen“ auseinanderzusetzen.



Welche Rolle haben seit 2010 Maßnahmen zur Deregulierung der Arbeitsmärkte, soziale Kürzungsmaßnahmen (Reduktion von Mindestlöhnen und Arbeitslosenunterstützung etc.) und die Zurückdrängung der Gewerkschaften in den Peripherieländern der Eurozone gespielt? In welchem Zusammenhang steht der gezielt ausgeübte Lohnabwärtsdruck mit der Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage? Inwieweit könnte Deutschland mit Lohnerhöhungen zum Abbau bestehender Leistungsbilanzungleichgewichte in der Eurozone beitragen? Diese Fragen werden in Koos Buch nicht behandelt, dessen großes Thema die Schlüsselrolle von Fiskalpolitik und die Nicht-Wirksamkeit von Geldpolitik in Bilanzrezessionen ist.

### **Welche institutionellen Reformvorschläge hat Koo für die Eurozone?**

Koo liefert zwei Vorschläge bezüglich institutioneller Reformen in der Eurozone. Erstens sollten die europäischen Verträge abgeändert werden; diese müssten im Falle einer Bilanzrezession zusätzliche fiskalische Defizite erlauben – ein Vorschlag, der sich daraus ergibt, dass der Maastricht-Vertrag, der eine Budgetdefizit-Grenze von 3% des Bruttoinlandsprodukts vorschreibt, keine Vorkehrungen für eine Bilanzrezession trifft. Damit gesellt sich Koo zu jener kleinen Gruppe von ÖkonomInnen, die auf analytischer Ebene fundamentale Kritik des während der Eurokrise weiter verschärften Fiskalregelwerks auf EU-Ebene und in den Eurozonenmitgliedstaaten geliefert haben.<sup>6</sup> Die schwerwiegende Kritik lautet, dass die geltenden EU-Budgetregeln speziell in Krisenzeiten nicht nur das Durchsetzen einer antizyklischen Konjunkturpolitik erschweren, sondern aufgrund ihrer prozyklischen, rezessiv wirkenden Ausgestaltung womöglich sogar das Erreichen der Budgetziele konterkarieren.

Als zweite Maßnahme zur Überwindung der Eurokrise schlägt Koo vor, dass inländischen InvestorInnen vorgeschrieben werden sollte, dass diese nur noch die von ihrer eigenen Regierung begebenen Staatsanleihen, nicht jedoch Anleihen anderer Eurozonenländer kaufen dürfen. Diesem Vorschlag liegt Koos Interpretation der Kapitalflüsse innerhalb der Eurozone zugrunde: In guten Zeiten suchen InvestorInnen nach höherer Rendite, weshalb Kapital in Länder abfließt, in denen bereits die Entstehung einer Vermögenspreisblase im Gang ist; aber sobald diese Blasen platzen, flüchtet das Kapital wieder aus den betroffenen Ländern, die sich nunmehr in Bilanzrezessionen befinden. Eine Volkswirtschaft könne jedoch kein Wirtschaftswachstum generieren, wenn Unternehmen und Haushalte sparen und die Ersparnisse in einer Bilanzrezession auch noch fluchtartig das Land verlassen.

Laut Koo liegt die Lösung in einer einfachen Regel: Spanische StaatsbürgerInnen dürfen nur noch spanische Staatsanleihen kaufen, portugiesische StaatsbürgerInnen nur noch portugiesische Staatsanleihen usw. Dies werde inländische InvestorInnen dazu bringen, in die Anleihen ihres jeweiligen Staates zu investieren, was den prozyklischen und destabilisierenden Kapitalflüssen und damit auch der Eurokrise ein Ende bereiten würde.

Diese beiden institutionellen Reformvorschläge sind ein diskussionswürdiger Beitrag zur Debatte über die Zukunft der Eurozone. Allerdings ist zu bezweifeln,

dass die Einschränkung des Staatsanleihen-Kaufrechts die Eurokrise beenden würde; denn dazu bedürfte es tiefgreifender institutioneller Reformen (Stichwort Fiskalunion), zusammen mit einer Stärkung der demokratischen Grundlagen der europäischen Institutionen.<sup>7</sup> Man muss jedoch nicht alle Positionen und Vorschläge von Richard Koo teilen, um dessen hier besprochenes Buch als einen wichtigen Debattenbeitrag zu würdigen, in dem überzeugend für eine expansive fiskalpolitische Antwort auf die anhaltenden makroökonomischen Probleme in der Eurozone argumentiert wird.

Philipp Heimberger

### Literatur

- DeGrauwe, Paul; Ji, Yuemei, How Much Fiscal Discipline in a Monetary Union?, in: *Journal of Macroeconomics* 39/B (2014) 348-360.
- Habermas, Jürgen, „Für ein starkes Europa“ – aber was heißt das?, in: *Blätter für deutsche und internationale Politik* 3 (2014) 85-94.
- Hein, Eckhard; Truger, Achim, Fiscal Policy and Rebalancing in the Euro Area: A Critique of the German Debt Brake from a Post-Keynesian Perspective, in: *Panoeconomicus* 61/1 (2014) 21-38.
- Hobza, Alexander; Zeugner, Stefan, The ‚imbalanced balance‘ and its unravelling: current accounts and bilateral financial flows in the euro area (= *European Economy – Economic Papers* 520, Brüssel 2014).
- Kang, Joong; Shambaugh, Jay, The Evolution of Current Account Deficits in the Euro Area Periphery and the Baltics: Many Paths to the Same Endpoint (= *IMF Working Paper* 13/169, Washington D.C. 2013)
- Krugman, Paul, Not Invented Here *Macroeconomics*, Blog „Conscience of a Liberal“ (5.1.2015), <http://krugman.blogs.nytimes.com/2015/01/05/not-invented-here-macroeconomics/> [zuletzt abgerufen am 30.7.2015].
- McLeay, Michael; Radia, Amar; Thomas, Ryland, Money creation in the modern economy, in: *Bank of England Quarterly Bulletin* Q1 (2014) 14-27.
- Mian, Atif; Sufi, Amir, *House of Debt. How They (And You) Caused The Great Recession, And How We Can Prevent It From Happening Again* (Chicago 2014).
- Stockhammer, Engelbert, *Peripheral Europe’s Debt and German Wages. The Role of Wage Policy in the Euro Area* (= *Research on Money and Finance Discussion Paper* 29, London 2011)
- Wolf, Martin, A handy tool – but not the only one in the box, *Financial Times* (4.1.2015); online: [http://www.ft.com/intl/cms/s/0/0d3f41dc-86bf-11e4-8a51-00144feabdc0.html?ftcamp=published\\_links%2Frss%2Fcomment%2Ffeed%2F%2Fproduct&siteedition=intl](http://www.ft.com/intl/cms/s/0/0d3f41dc-86bf-11e4-8a51-00144feabdc0.html?ftcamp=published_links%2Frss%2Fcomment%2Ffeed%2F%2Fproduct&siteedition=intl) [zuletzt abgerufen am 30.7.2015].

### Anmerkungen

- 1 Siehe z. B. Stockhammer (2011); Hobza, Zeugner (2014).
- 2 Siehe z. B. Kang, Shambaugh (2013).
- 3 Siehe z. B. McLeay et al. (2014).
- 4 Siehe z. B. Krugman (2015); Wolf (2015).
- 5 Mian, Sufi (2014).
- 6 Siehe z. B. DeGrauwe, Ji (2014); Hein, Truger (2014).
- 7 Habermas (2014).