

Philipp Heimberger

# WARUM DIE VOLKSWIRTSCHAFTEN DER EUROZONE DEN USA UND GROSSBRITANNIEN SEIT DER FINANZKRISE HINTERHER HINKEN

Zur Rolle von Unterschieden in der Geld- und Fiskalpolitik

November 2016



**wiiw**



WIEN

GERECHTIGKEIT MUSS SEIN

**Warum die Volkswirtschaften der Eurozone den  
USA und Großbritannien seit der Finanzkrise  
hinterher hinken:  
Zur Rolle von Unterschieden in der Geld- und Fiskalpolitik**

Studie, erstellt im Auftrag der

**Arbeiterkammer Wien**

von

**Philipp Heimberger, MSc**

Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche und Institut für die  
Gesamtanalyse der Wirtschaft (Johannes Kepler Universität Linz)

# INHALTSVERZEICHNIS

<b>Inhaltsverzeichnis .....</b>	<b>1</b>
<b>Zusammenfassung.....</b>	<b>1</b>
<b>1. Einleitung: Die Eurozone erholte sich schleppender von der Finanzkrise als die USA und Großbritannien.....</b>	<b>3</b>
<b>2. Die Geldpolitik der EZB im Vergleich mit der Fed und der Bank of England .....</b>	<b>6</b>
2.1 Zinspolitik .....	6
2.2 Quantitative Easing .....	7
2.3 Die Zentralbank als „Kreditgeberin letzter Instanz“ für Staatsanleihen.....	9
2.4 Die Krisenrolle der EZB: Technokratische Institution oder politische Akteurin? .....	12
2.5 Zusammenfassung: Geldpolitische Fehler nach der Finanzkrise .....	13
<b>3. Der Einfluss des fiskalpolitischen Kurses auf die wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone, in Großbritannien und in den USA.....</b>	<b>16</b>
3.1 Fiskalische Expansion nach der Finanzkrise und die Wende zur Austeritätspolitik .....	16
3.2 Verschärfungen des EU-Fiskalregelwerks und prozyklische Fiskalpolitik .....	19
3.3 Einfluss von Fiskalpolitik auf das Wirtschaftswachstum .....	21
3.4 Die Fiskalmultiplikatordebatte .....	24
3.5 War die Austeritätspolitik in der Eurozone „alternativlos“? .....	26
3.6 Zusammenfassung: Fiskalpolitische Fehler nach der Finanzkrise .....	29
<b>4. Schlussfolgerungen und wirtschaftspolitische Implikationen.....</b>	<b>31</b>
<b>5. Literatur .....</b>	<b>37</b>

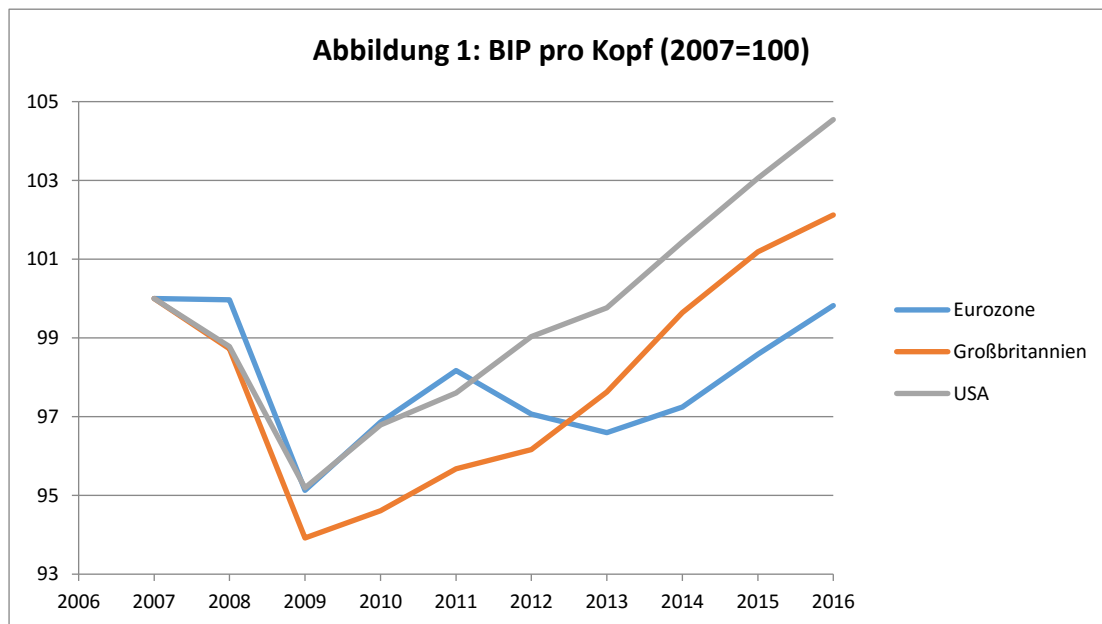
# ZUSAMMENFASSUNG

Diese Studie befasst sich mit dem Auseinanderlaufen der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung nach der globalen Finanzkrise im Vergleich von Eurozone, USA und Großbritannien. Die Eurozone erholte sich seit 2010 deutlich langsamer als die US-amerikanische und die britische Wirtschaft. Die Rolle von Unterschieden im wirtschaftspolitischen Kurs der drei Wirtschaftsräume wird in zwei Dimensionen analysiert; zum einen anhand eines Überblicks zur Geldpolitik der EZB nach dem Ausbruch der globalen Finanzkrise im Vergleich mit jener der Fed und der Bank of England; zum anderen durch eine Beschäftigung mit der theoretischen und empirischen Fachliteratur zum Einfluss von Fiskalpolitik auf die wirtschaftliche Entwicklung. Das zentrale Ergebnis ist, dass der restriktivere Mix aus Geld- und Fiskalpolitik in der Eurozone die im Vergleich zu den USA und Großbritannien schwächere wirtschaftliche Entwicklung zu erklären vermag. Vor dem Hintergrund der makroökonomischen und institutionellen Rahmenbedingungen in der Eurozone hatte die Austeritätspolitik ab den Jahren 2010/2011 ausgeprägt negative Effekte auf Wachstum und Beschäftigung, was die Eurozonewirtschaft im Zusammenspiel mit der über weite Strecken zögerlichen Geldpolitik der EZB in eine Spirale aus hoher Arbeitslosigkeit, niedriger Inflation und steigender realer Schuldenlast trieb. Die USA und Großbritannien verfolgten eine expansivere Mischung aus Geld- und Fiskalpolitik als die Eurozone; und dies führte seit der Finanzkrise zu einer rascheren und umfassenderen Erholung von Wirtschaftswachstum und Beschäftigung.

Wirtschaftspolitisch ist in der Eurozone insbesondere ein fiskalpolitischer Kurswechsel sowie eine Reform des EU-Fiskalregelwerks erforderlich; denn die bestehenden institutionellen Regeln und deren restriktive Auslegung haben in den letzten Jahren eine prozyklische, krisenverstärkende Fiskalpolitik gefördert. Die EZB ist mit ihrer seit Anfang 2015 betriebenen Geldpolitik des „Quantitative Easing“ auf sich alleine gestellt und nicht in der Lage, die anhaltend hohe Arbeitslosigkeit und die zu niedrige Inflation wirkungsvoll zu bekämpfen. Eine koordinierte Ausweitung öffentlicher Investitionen, bei der Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen wie Deutschland und Österreich die Vorreiterrolle einnehmen, würde nicht nur kurzfristig Wachstum und Beschäftigung ankurbeln; Es würde auch das angebotsseitige Wachstumspotential der Wirtschaft anheben, den öffentlichen Schuldenabbau mittel- und langfristig durch höhere (zukünftige) Steuereinnahmen erleichtern, den Deflationskräften entgegenwirken und den Abbau von Leistungsbilanzungleichgewichten vorantreiben.

# 1. EINLEITUNG: DIE EUROZONE ERHOLTE SICH SCHLEPPENDER VON DER FINANZKRISE ALS DIE USA UND GROSSBRITANNIEN

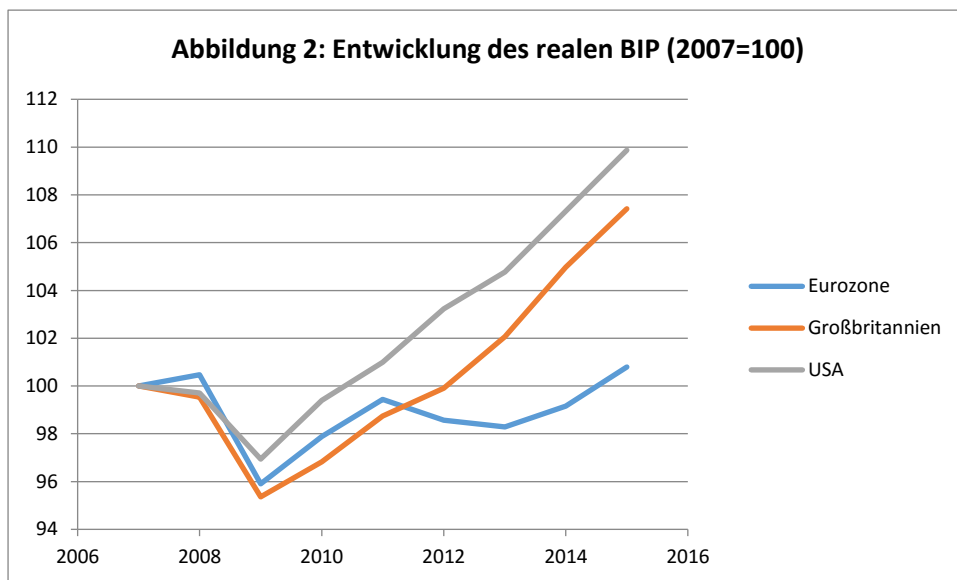
Die globale Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008/2009 brachte in vielen Industrienationen die schwerwiegendsten Einbrüche von Wirtschaftsleistung und Beschäftigung seit der Großen Depression der 1930er-Jahre (Eichengreen, 2015). Die makroökonomische Erholung von den Auswirkungen der Finanzkrise verlief jedoch im Vergleich großer entwickelter Volkswirtschaften ab dem Ende des Jahres 2009 zunehmend ungleich. In der Eurozone blieb das reale BIP pro Kopf im Zeitraum 2007-2015 kumulativ um etwa 4,5 Prozentpunkte hinter den USA und um ca. 2,6 Prozentpunkte hinter Großbritannien zurück (siehe Abbildung 1). Nach dem dritten Quartal 2011 traten die Divergenzen besonders markant zutage: Während die Eurozone in eine zweite Rezession abrutschte („Double Dip“-Rezession), die sich 2012 und 2013 in eine fortgesetzte Wachstumsschwäche auswuchs, setzten die USA den langsamen, aber stetigen Erholungsprozess fort. Großbritanniens Wirtschaft entging zwar einer zweiten Rezession, blieb jedoch ebenfalls deutlich hinter der Erholung in den USA zurück.



Daten: AMECO (3.5.2016); eigene Berechnungen

Die Divergenz ist noch größer, wenn die Entwicklung des gesamten realen BIP – und nicht jene des BIP pro Kopf – betrachtet wird: Am Ende des Jahres 2015 lag das reale BIP der Eurozone lediglich 0,8% über dem Niveau von vor der Finanzkrise, während die USA und Großbritannien 9,9% respektive 7,4% über dem Vorkrisen-Niveau standen (siehe Abbildung 2).

Die Unterschiede im Verlauf der realwirtschaftlichen Erholung schlugen sich in den Jahren nach der Finanzkrise auch in den Arbeitsmarktdaten nieder. Während die Arbeitslosenrate im ersten Quartal des Jahres 2010 in der Eurozone (10%) und in den USA (9,8%) noch ähnlich hoch war, baute die amerikanische Wirtschaft von diesem Zeitpunkt an die Arbeitslosigkeit kontinuierlich ab, während sie in der Eurozone im Zuge der Double-Dip-Rezession weiter anstieg und schließlich ob der mangelnden Wachstumsdynamik Verharrungstendenzen auf hohem Niveau zu zeigen begann. Ende des Jahres 2014 ergab sich damit ein Unterschied in der Arbeitslosenrate von 5,8 Prozentpunkten (11,5% in der Eurozone gegenüber 5,7% in den USA).<sup>1</sup> In Großbritannien, wo die Arbeitslosenrate im Zuge der Finanzkrise der Jahre 2008/2009 zunächst weniger stark angestiegen war als in den USA, kam es vom zweiten Quartal 2011 bis zum ersten Quartal 2012 ebenfalls zu einem neuerlichen Anstieg der Arbeitslosenrate von 7,9% auf 8,2%; danach sank diese bis Ende 2014 jedoch ebenso auf 5,7% ab wie in den USA (siehe Abbildung 3).<sup>2</sup>



*Daten: AMECO (3.5.2016); eigene Berechnungen*

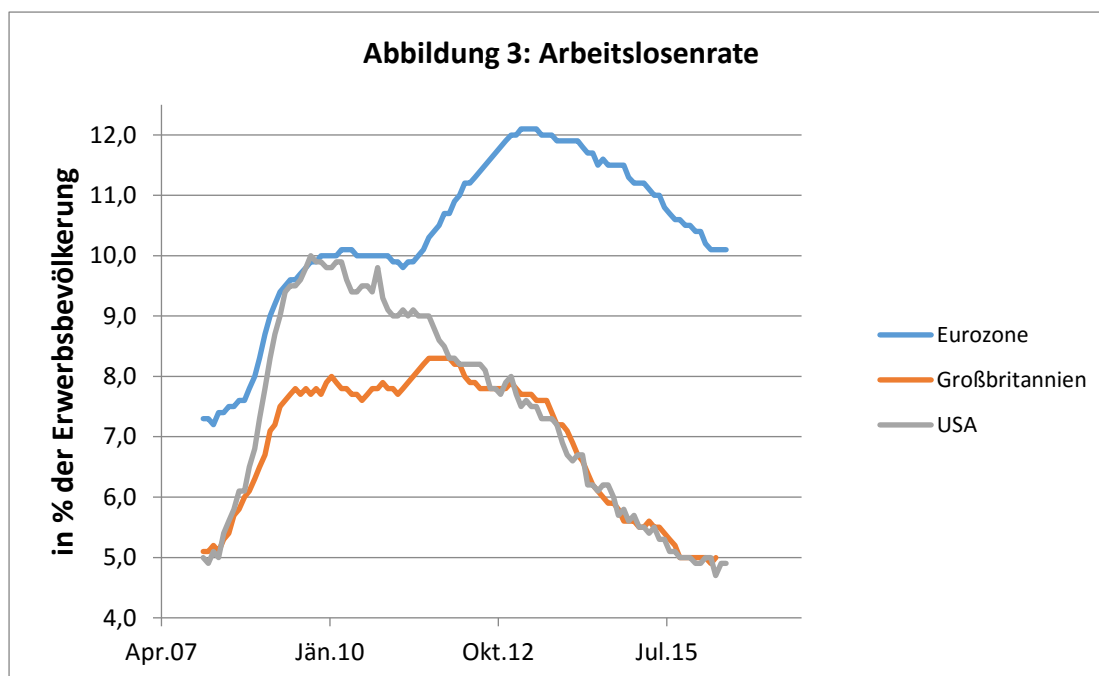
Der Rückgang der Arbeitslosenrate in den USA ist – ebenso wie in Großbritannien – nicht allein als ein Resultat der erfolgreichen Erholung zu sehen. Denn die Reduktion der Arbeitslosigkeit bildet auch Probleme wie das Ausscheiden von desillusionierten Langzeit-Arbeitslosen aus der Erwerbsbevölkerung ab, die damit aus der Statistik fallen:<sup>3</sup> Die Beschäftigungsquote der 25-54-jährigen liegt in den USA weiterhin auf deutlich niedrigerem Niveau als vor der Finanzkrise (BLS, 2016).

<sup>1</sup> Zu beachten ist allerdings, dass die Unterschiede zwischen den Eurozonen-Mitgliedsländern in der Entwicklung der Arbeitslosigkeit erheblich sind. In der Eurozonenperipherie – insbesondere in Griechenland, Spanien und Portugal – stieg die Arbeitslosenrate innerhalb des Zeitraumes 2010-2013 weiter markant an, was insbesondere in Deutschland, aber auch in anderen Kernländern der Eurozone nicht der Fall war.

<sup>2</sup> Die Daten zur Arbeitslosenrate entstammen der Eurostat-Datenbank (Stand: 3.9.2016).

<sup>3</sup> Das Phänomen, dass Langzeitarbeitslose teilweise die Job-Suche aufgeben und damit aus der Arbeitslosenstatistik fallen, ist natürlich auch in der Eurozone zu beobachten.

Und auch in Großbritannien ist das Sinken der Arbeitslosenrate mit Aspekten wie der Zunahme von prekärer selbstständiger Beschäftigung und der Anzahl an von Armut betroffenen Menschen begleitet (z.B. JRF, 2012).<sup>4</sup> Dennoch verweist der Entwicklungsverlauf von realer Wirtschaftsleistung (pro Kopf) und Arbeitslosenrate darauf, dass die Eurozone als Ganzes den USA und Großbritannien seit der Finanzkrise in Sachen Wohlstands- und Beschäftigungsentwicklung (zunehmend) hinterher hinkt.



Daten: Eurostat (3.9.2016)

Dieses Papier beschäftigt sich in weiterer Folge mit der Frage, welchen Beitrag Unterschiede im geld- und fiskalpolitischen Kurs liefern können, wenn es darum geht, das relative Zurückfallen in der makroökonomischen Entwicklung des Euroraums im Vergleich mit den USA und Großbritannien zu erklären. Während die aktuellere internationale Fachliteratur, die sich mit den Effekten wirtschaftspolitischer Maßnahmen seit der Finanzkrise beschäftigt, sowohl Arbeiten zur Rolle der Geldpolitik (z.B. Bibow, 2015; Kang et al., 2015; Beckworth, 2016; Lavoie, 2016) als auch zum Einfluss diskretionärer Fiskalpolitik auf die Makroökonomie beinhaltet (z.B. Blanchard, Leigh, 2013; Guajardo et al., 2014; Jorda, Taylor, 2016; Stockhammer et al., 2016), schlägt dieser Artikel eine Brücke über die relevanten geld- und fiskalpolitischen Debatten, indem er einen Überblick über beide aus einer post-keynesianischen Perspektive liefert. Kapitel 2 analysiert in groben Zügen den geldpolitischen Kurs der amerikanischen und britischen Zentralbanken im Vergleich zur Europäischen Zentralbank (EZB). Kapitel 3 widmet sich dem Einfluss des fiskalpolitischen Kurses auf Wachstum und Beschäftigung. Kapitel 4 liefert eine Zusammenfassung und leitet wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen ab.

<sup>4</sup> Die Armut(sgefährdung) hat in den letzten Jahren auch in der Eurozone zugenommen. Siehe hierzu die Daten auf der Website von Eurostat: [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/People\\_at\\_risk\\_of\\_poverty\\_or\\_social\\_exclusion](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/People_at_risk_of_poverty_or_social_exclusion) [zuletzt abgerufen am 1.9. 2016].

## 2. DIE GELDPOLITIK DER EZB IM VERGLEICH MIT DER FED UND DER BANK OF ENGLAND

Die EZB stand seit dem Ausbruch der Finanzkrise im Mittelpunkt einer Vielzahl von Debatten über Maßnahmen zur Bekämpfung der anhaltenden Wirtschafts- und Sozialkrise in der Eurozone. Die intensivsten Makro-Debatten zur EZB-Politik gab es in drei Bereichen:<sup>5</sup> erstens betreffend die Zinspolitik; zweitens bezüglich der Anleihenkaufprogramme zur Ankurbelung von Wirtschaftswachstum und Inflation („Quantitative Easing“); und drittens hinsichtlich der Rolle der EZB als „Kreditgeberin letzter Instanz“ für die Staaten der Eurozone. Das folgende Kapitel vergleicht in groben Zügen den geldpolitischen Kurs der EZB seit der Finanzkrise 2008/2009 mit jenem der Federal Reserve (Fed) in den USA und der Bank of England (BoE) im Vereinigten Königreich.

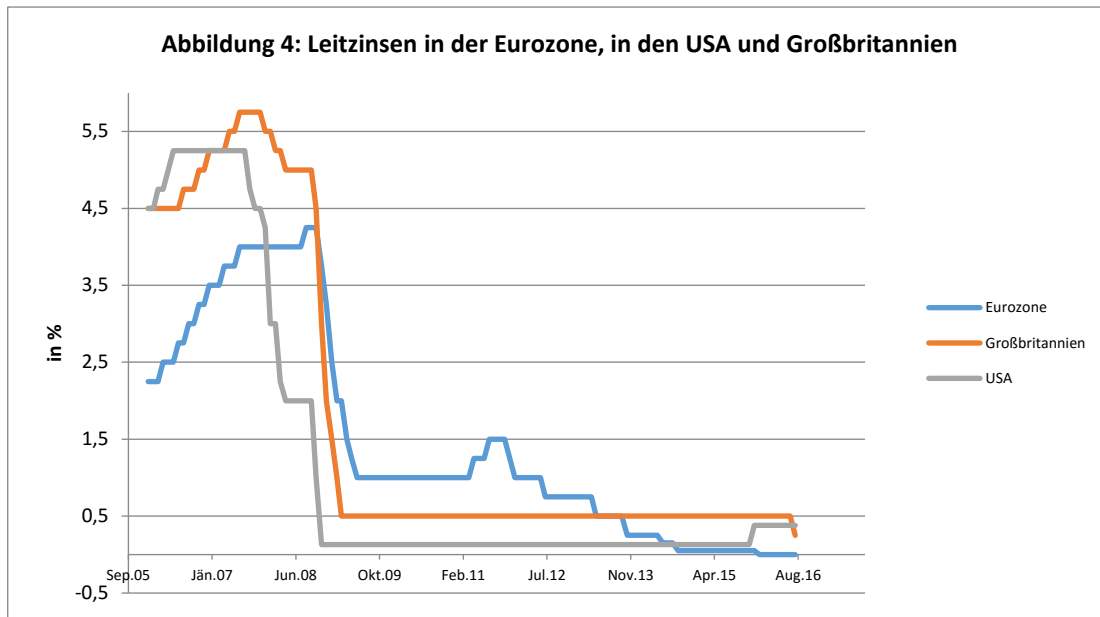
### 2.1 Zinspolitik

Im Zeitraum 2008-2014 war die Zinspolitik der EZB deutlich zögerlicher, reaktiver und restriktiver als jene der Fed und der BoE – obwohl Zinssenkungen in Krisenzeiten von entscheidender Bedeutung sind, um Kredite zu verbilligen, die Investitionstätigkeit der Unternehmen anzuregen und damit dem Sinken von Wachstum und Beschäftigung entgegenzuwirken (z.B. Horn, 2015). Im Jänner 2008 standen die Leitzinsen sowohl in den USA als auch in der Eurozone noch bei 4%. Innerhalb des folgenden Jahres reduzierte die Fed die Zinsen jedoch im Eiltempo auf 0,25%. Gleichzeitig senkte die abwartende EZB die Leitzinsen lediglich auf 2,5% ab. Die BoE senkte die Leitzinsen zwar langsamer als die Fed, aber auch deutlich rascher und entschlossener als die EZB; Ende 2009 standen die Zinsen in Großbritannien bei 1%. Die EZB-Leitzinsen erreichten erst im November 2013 die Marke von 0,25% – ganze fünf Jahre, nachdem die Fed die Zinsen auf denselben Wert abgesenkt hatte (siehe Abbildung 4). Im Jahr 2011 hatte die EZB die Leitzinsen zwischenzeitlich sogar in zwei Schritten erhöht, obwohl die wirtschaftliche Erholung im Euroraum noch schwach und unvollständig gewesen war. Die zugrundeliegenden Zinsentscheidungen der EZB ließen – im Gegensatz zur Zinspolitik von Fed und BoE – die wirtschaftshistorische Erfahrung unberücksichtigt, dass die Erholung von Wachstum und Beschäftigung nach schweren Finanz- und Banken Krisen nur langsam und schleppend vonstattengeht (Reinhart, Rogoff, 2009), weshalb das Verfolgen einer konsequenten Niedrigzinspolitik bis zum Erreichen der vollständigen wirtschaftlichen Erholung erforderlich ist (Eichengreen, 2015).

---

<sup>5</sup> Diese drei Bereiche hängen allerdings in erheblichem Maß zusammen, wie in den folgenden Abschnitten darzulegen sein wird.





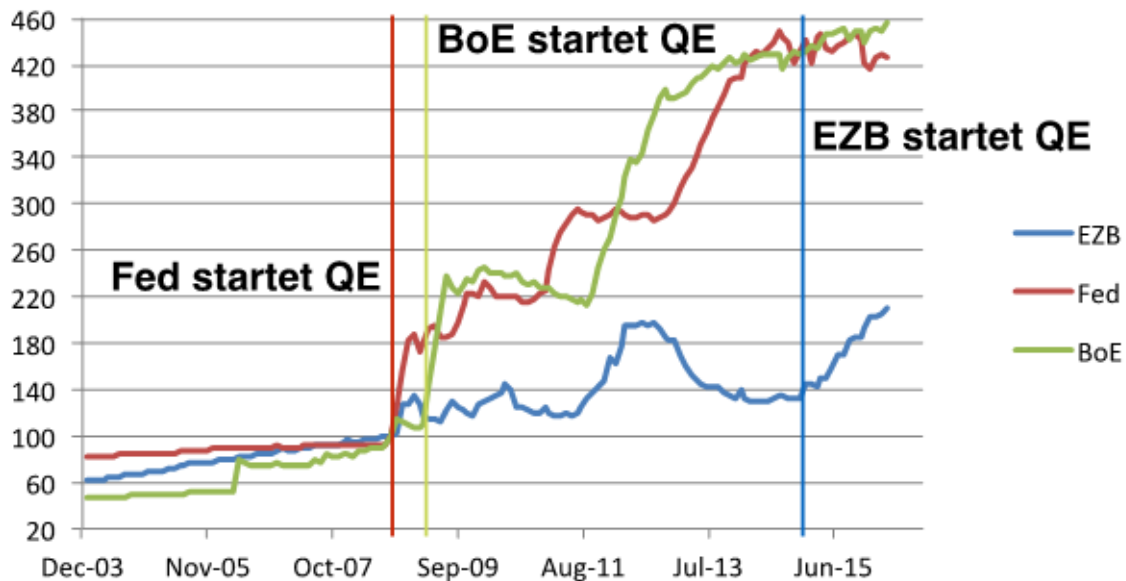
Daten: Fed, EZB, BoE

## 2.2 Quantitative Easing

Auch im Bereich der sogenannten *Quantitative-Easing*-Programme ging die EZB sehr viel zurückhaltender als ihre Schwesterninstitutionen in den USA und in Großbritannien vor. Mit *Quantitative Easing* (QE) werden jene Ankaufprogramme von Staatsanleihen und anderen Wertpapieren bezeichnet, die dazu dienen sollen (vor allem an der Null-Prozent-Leitzins-Untergrenze) die Kreditvergabe an den Privatsektor und damit Konsumausgaben, Investitionen, Wirtschaftswachstum und Inflation anzukurbeln (z.B. Hausken, Ncube, 2013; Draghi, 2015). Die Fed lancierte bereits im November 2008 ihr erstes QE-Programm – mit dem Ziel, die langfristigen Zinsen weiter zu senken und die amerikanische Wirtschaft zu unterstützen. Schon im November 2010 folgte ein zweites QE-Maßnahmenpaket der Fed, und im September 2012 ein drittes (z.B. Engen et al., 2015). Die BoE begann im März 2009 mit der ersten QE-Welle (z.B. Joyce et al., 2011) und entschied sich im Oktober 2011 und Februar 2012 für eine Ausweitung der Anleihenkäufe.

Der umfangreiche Ankauf von Anleihen und Wertpapieren manifestiert sich auch in einer raschen und kräftigen Ausweitung der Zentralbankbilanzen der Fed und der BoE. Von September 2008 – dem Monat der Insolvenz von Lehman Brothers, die massive Verwerfungen im globalen Finanzsystem auslöste – bis Ende 2014 verlängerte sich die Zentralbankbilanz sowohl in den USA als auch in Großbritannien um mehr als das Vierfache; im europäischen Zentralbankensystem stieg die Geldbasis hingegen im selben Zeitraum nur um etwa das 1,3-fache an (siehe Abbildung 5). Die viel geringere Ausweitung der Zentralbankbilanz hängt auch damit zusammen, dass die EZB erst im Jänner 2015 ihr erstes QE-Programm auf den Weg brachte (Draghi, 2015).

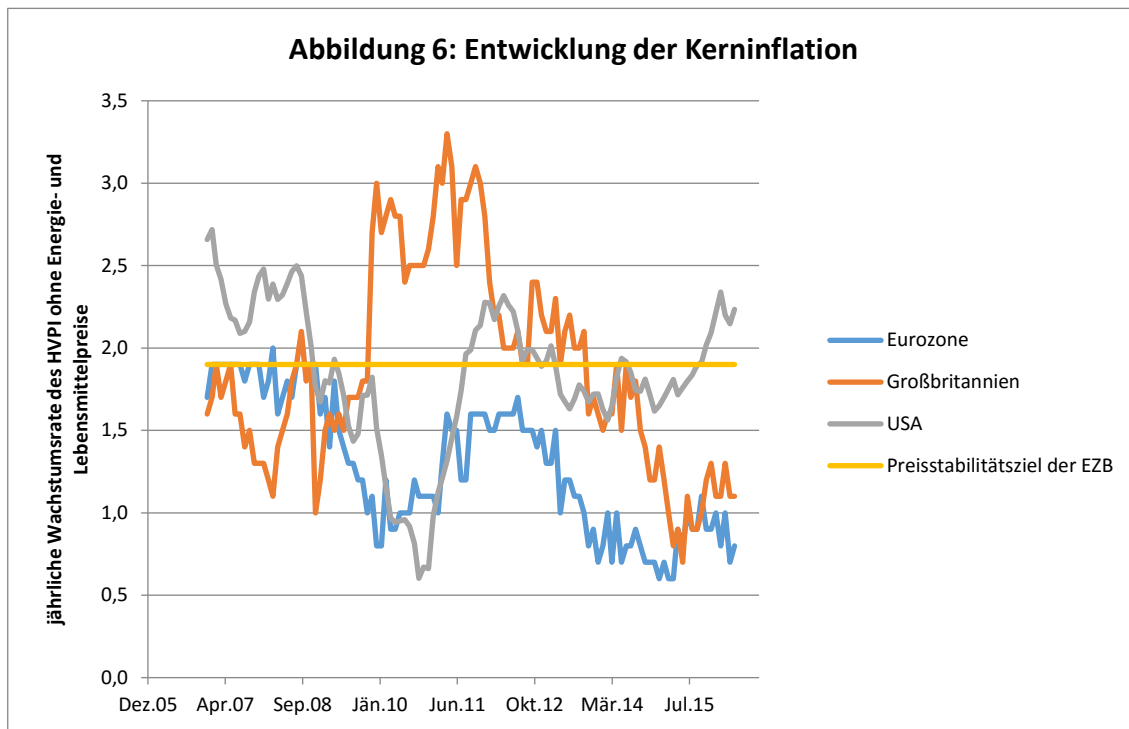
**Abbildung 5: Bilanzsummen der Zentralbanken(systeme) (September 2008=100)**



Daten: EZB, Fed, BoE; eigene Berechnungen

Als die EZB unter der Führung Mario Draghis Anfang 2015 schließlich doch noch zum Mittel eines QE-Programms griff, hatte die Inflation im Euroraum jedoch schon seit Monaten deutlich unter 2% gelegen (siehe Abbildung 6); in anderen Worten: Die EZB hatte ihr Preisstabilitätsziel systematisch verfehlt, was schließlich den Handlungsdruck so groß werden ließ, dass die ZentralbankerInnen – mit erheblicher Verspätung im Vergleich zu Fed und BoE – doch noch Handlungsfähigkeit demonstrierten. Die zögerliche Geldpolitik hatte bis dahin jedoch bereits nicht nur zu einer Prolongierung der Wachstums- und Beschäftigungskrise beigetragen, sondern ließ die Eurozone auch in Deflationsterrain abrutschen (Mody, 2014).<sup>6</sup> Der Deflationsdruck ist problematisch, weil dadurch die Gefahr besteht, dass KonsumentInnen in Erwartung fallender Preise ihre Konsumausgaben aufschieben und sich Unternehmen mit Investitionen zurückhalten. Dies verschärft in der Eurozone das Problem unzureichender Nachfrage und eröffnet die ungünstige Aussicht auf eine lange Phase wirtschaftlicher Stagnation, weil ein erst einmal eingetretener Deflationsdruck nur schwer zu bekämpfen ist. Zudem erhöht Deflation die Realzinsen und die reale Schuldenlast und erschwert somit eine rasche Entschuldung (Fisher, 1933; Sau, 2015).

<sup>6</sup> Allerdings ist festzuhalten, dass die Inflationsraten zwischen den Eurozonenländern in den letzten Jahren erheblich voneinander abwichen. Zuletzt lag die Inflation im September 2016 in allen Euroländern unter dem Preisstabilitätsziel der EZB. Allerdings variierte die Inflationsrate von 1,8% in Belgien, über 1,1% in Österreich und 0,5% in Deutschland, bis hin zu negativen Inflationsraten in Irland, Griechenland, den Niederlanden, Slowakei und Zypern. Daten: Eurostat (2.11. 2016).



Daten: Eurostat, FRED.

### 2.3 Die Zentralbank als „Kreditgeberin letzter Instanz“ für Staatsanleihen

Neben der zögerlichen, im Vergleich zu den USA und Großbritannien deutlich weniger expansiven Zins- und QE-Politik kann ein dritter zentraler Unterschied in der Geldpolitik der EZB im Kontrast zur Fed und BoE herausgearbeitet werden; nämlich, dass die EZB von 2010 bis Mitte 2012 nicht als *Lender of Last Resort* (Kreditgeberin letzter Instanz) für Staatsanleihen fungierte, während die Rolle von Fed und Bank of England als Kreditgeberin letzter Instanz in diesem Zeitraum nicht in Zweifel gestanden hatte (Kelton, Wray, 2009; De Grauwe; 2012; De Grauwe, Ji, 2015). Die EZB darf laut EU-Verträgen keine neu emittierten Staatsanleihen kaufen; das heißt sie darf Staatsanleihen nicht an den Primärmärkten aufkaufen, weil monetäre Staatsfinanzierung verboten ist.<sup>7</sup> Auf den Sekundärmärkten – wo bereits begebene Staatsanleihen gehandelt werden – ist dies jedoch möglich. In diesem Zusammenhang verabsäumte es die EZB, in den Jahren 2010/11, als *Kreditgeberin letzter Instanz* für Staatsanleihen an den Sekundärmärkten aktiv zu werden. KritikerInnen der EZB-Politik wiesen nicht erst im Nachhinein auf dieses Versäumnis hin, sondern forderten in Echtzeit, dass die EZB ihre geldpolitischen Möglichkeiten zum Aufkauf von Staatsanleihen an den Sekundärmärkten nutzen müsse, um die Lage an den Finanzmärkten zu stabilisieren und die Eurokrise zu entschärfen (z.B. De Grauwe, 2011; Krugman, 2011a; Pid, 2011).

Die EZB-ZentralbankerInnen rangen sich also lange nicht dazu durch, das Aufkaufen von (bereits

<sup>7</sup> Siehe Artikel 123 AEUV, <http://dejure.org/gesetze/AEUV/123.html> [letzter Download am 15.9.2016].

emittierten) Staatsanleihen von unter Druck stehenden Ländern in Notfällen zu garantieren, um die Zinsen der Staatsfinanzierung zu drücken und Spekulationsattacken der Finanzmärkte vorzubeugen. Die zurückhaltende Herangehensweise der EZB trieb die Peripherieländer Griechenland, Irland und Portugal im Laufe der Jahre 2010/2011 an den Rand der Zahlungsunfähigkeit, weshalb sie um Finanzierungsunterstützung bei der Troika – bestehend aus Europäischer Kommission, Internationalem Währungsfonds (IWF) und EZB – ansuchen mussten. Diese drei Troika-Institutionen verlangten im Gegenzug für Finanzierungsunterstützung drastische Staatsausgabenkürzungen, Steuererhöhungen und Lohnkürzungen (z.B. Sapir et al., 2014). Dass die EZB nur zögerlich bereit war, auf den Staatsanleihemärkten zu intervenieren, war nicht zuletzt Ergebnis der Opposition deutscher ZentralbankerInnen und PolitikerInnen, die sich vehement gegen das Aufkaufen von Staatsanleihen aussprachen.<sup>8</sup>

Während die EZB aus Sorge um die Stabilität des europäischen Bankensystems rasch nach Ausbruch der Finanzkrise Liquidität für die Stützung von in Schieflage geratenen europäischen Banken zur Verfügung gestellt hatte (Mody, 2014), tat sie nicht das gleiche für jene Staaten, deren Finanzierung aufgrund der durch Panik getriebenen Kursbewegungen an den Staatsanleihemärkten in Zweifel stand. Post-keynesianische ÖkonomInnen sagten bereits im Jahr 2009 eine spezifische Eurozonenkrise voraus, indem sie darauf hinwiesen, dass sich die Eurozone in einer anderen Situation als die USA und Großbritannien befand (Kelton, Wray, 2009): Eurozonenländer haben keine eigenständige Zentralbank; sie sind Währungs-Nutzer und keine Währungs-Emittenten wie etwa die USA und Großbritannien; und dies macht einzelne Eurozonenmitglieder anfällig für spekulative Attacken von FinanzmarktakteurInnen auf ihre Staatsanleihen. Weil die EZB für die Geldpolitik im ganzen Euroraum zuständig ist, können die nationalen Zentralbanken der Eurozonenländer – ganz im Gegensatz zu Fed und BoE – nicht glaubwürdig versichern, dass sie im Notfall stets genug Geld drucken werden, damit der jeweilige Staat all seine Zahlungsverpflichtungen fristgerecht erfüllen kann. Die einzelnen Euromitgliedsländer haben mithin de facto keine Kontrolle über die Währung, in der sie sich verschulden (De Grauwe, 2012a). Aus diesem Blickwinkel war es ein zentraler Politikfehler, dass es die WährungshüterInnen in Frankfurt verabsäumt hatten, zeitgerecht bereits 2009/2010 ihre Rolle als Lender of Last Resort an den Sekundärmärkten wahrzunehmen. Denn dadurch wurde die EZB ihrer Aufgabe nicht gerecht, die Eurozonenperipherieländer vor Spekulationsattacken an den Staatsanleihemärkten zu schützen; und dies führte zu erheblichen Turbulenzen an den Finanzmärkten, die den Fortbestand der gemeinsamen Währung in Frage stellten.

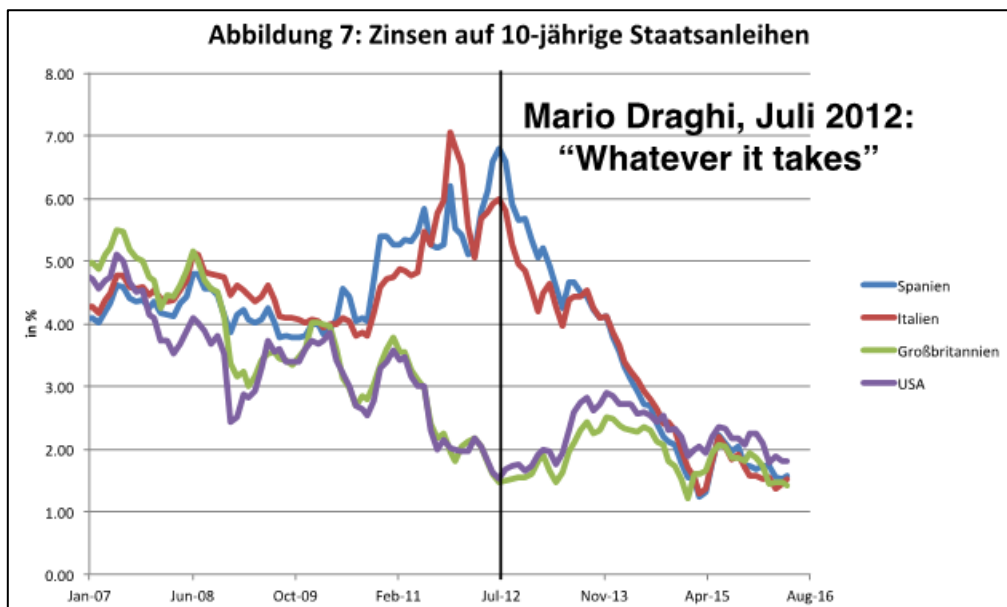
Indem die EZB ihre Rolle als Lender of Last Resort für Staatsanleihen zwischen 2010 und Mitte 2012 nicht wahrnahm, vernachlässigte sie ihre Aufgabe, für Finanzstabilität im Euroraum zu sorgen; sie ließ jene panikartigen, spekulativen Kursbewegungen an den Staatsanleihemärkten entstehen, die Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Italien aufgrund der sprunghaft steigenden Zinsbelastung in bedrohliche Finanzierungsschwierigkeiten trieb (De Grauwe, 2012a; 2012b). Abbildung 7 zeigt dies anhand der Entwicklung der Zinsen auf 10-jährige Staatsanleihen. Das Versäumnis der EZB, die

---

<sup>8</sup> Für eine Beschäftigung mit den intellektuellen und historischen Traditionen, die hinter den dominanten geldpolitischen Positionen in Deutschland stehen, siehe z.B. Bibow (2013), Berghahn und Young (2013) sowie Bofinger (2016).

Staatsfinanzierung in diesen Ländern durch eine Kauf-Garantie in Notfällen zu stützen, trieb Italien und Spanien durch stark steigende Zinsen beinahe in eine Insolvenzkrise – wobei die zunehmende Zinsbelastung in erster Linie durch Panik an den Finanzmärkten und eben nicht durch verschlechterte ökonomische Fundamentaldaten verursacht war (De Grauwe, Ji, 2013b). In den USA und Großbritannien, wo die Zentralbanken jeweils ihre Rolle als Kreditgeberinnen letzter Instanz ausfüllten, gab es hingegen keine sprunghaften Zinsanstiege (siehe Abbildung 7); die niedrigere Zinsbelastung der öffentlichen Haushalte eröffnete mehr wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum als in den krisengeschüttelten Eurozonenländern.

Erst am 26. Juli 2012 kündigte EZB-Präsident Mario Draghi an, dass die EZB alles in ihrer Macht Stehende tun werde, um den Euro zu retten. Bereits am 2. August 2012 folgte die Bekanntgabe des OMT-Programms (*Outright Monetary Transactions*), das Staatsanleihekäufe an den Sekundärmärkten in Notfällen ermöglicht. Diese Ankündigungen führten zu einer erheblichen Beruhigung an den Finanzmärkten (Sarka et al., 2015), die sich in Abbildung 7 im raschen und nachhaltigen Absinken der Staatsanleihezinsen für Italien und Spanien niederschlägt.<sup>9</sup> Da war jedoch bereits erheblicher gesamtwirtschaftlicher Schaden entstanden (z.B. Krugman, 2013a). Hätte die EZB bereits früher den Ankauf von Staatsanleihen der unter Druck stehenden Länder in Aussicht gestellt, wäre durch die sinkende Zinslast auf die öffentlichen Haushalte auch der budgetpolitische Spielraum in den Eurozonen-Krisenländern höher gewesen, wodurch sich der Druck zur Reduktion von Staatsausgaben verringert und die Eurokrise eine Entschärfung erfahren hätte (De Grauwe, 2011; Krugman, 2011a; De Grauwe, 2012b).



Daten: Eurostat (3.9. 2016)

<sup>9</sup> Das OMT-Programm der EZB hatte rechtliche Auseinandersetzungen vor dem deutschen Bundesverfassungsgericht und dem Europäischen Gerichtshof zur Folge. Vor allem in Deutschland liefen Zentralbankern und PolitikerInnen gegen die Staatsanleihen-Kaufgarantie in Notfällen Sturm (z.B. de Grauwe, 2014a).

## 2.4 Die Krisenrolle der EZB: Technokratische Institution oder politische Akteurin?

Laut den EU-Verträgen ist die EZB vor allem eine technokratische Institution – errichtet nach dem Vorbild der deutschen Bundesbank, das heißt: konzipiert als ‚unabhängige Institution‘, auf deren geldpolitische Entscheidungen die Regierungen der Eurozone keinen direkten Einfluss haben, weil sie keine politischen Weisungen erteilen können (z.B. Weber, 2007).<sup>10</sup> Gemäß ihrer Konzeption muss die EZB das vorrangige Ziel der Preisstabilität verfolgen; im Gegensatz zur Fed in den USA hat sie kein Dualmandat, das als Ergänzung zur Preisstabilität auch die Zielsetzung der Vollbeschäftigung einschließen würde. Erst nachrangig – das heißt, wenn das Ziel der Preisstabilität erreicht ist – verfolgt die EZB das Ziel der Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik der EU.<sup>11</sup>

Tatsächlich agierte die EZB im Zuge der Krise jedoch nicht schlicht als technokratische Institution, die dem Ziel der Preisstabilität verpflichtet ist, sondern als politische Akteurin (z.B. Tokarski, 2016; Braun, 2016). Die EZB bildete ab 2010 zusammen mit der EU-Kommission und dem Internationalen Währungsfonds die Troika (Sapir et al., 2014). Damit war die EZB in das Ausverhandeln und in die Umsetzung der sogenannten Anpassungsprogramme in Griechenland, Irland, Portugal und Zypern involviert, wobei diese Anpassungsprogramme das Auszahlen von internationaler Finanzierungshilfe an strikte Konditionen koppelten, die Sparmaßnahmen der öffentlichen Hand und Eingriffe in die nationalen Arbeitsregulierungen vorschrieben. KritikerInnen argumentieren, dass sich die EZB damit in die nationalen politischen Angelegenheiten von Eurozonen-Mitgliedsländern einmischte, die Grenzen ihres geldpolitischen Mandats überschritt und eine demokratisch legitimierte Willensbildung in den jeweiligen nationalen Parlamenten untergrub (z.B. Gros, 2015; Whelan, 2015; Chopra, 2015).

Auch die Entscheidungen der EZB in Bezug auf die (Nicht-)Ausfüllung ihrer Rolle als Kreditgeberin letzter Instanz hatten politischen Gehalt; denn Einschränkungen der Liquiditätsversorgung wirken sich unweigerlich auf das Finanzsystem und damit auch auf die finanzielle Lage der betroffenen Staaten aus. KritikerInnen verweisen darauf, dass die EZB insbesondere dazu beigetragen habe, Griechenland tiefer in die Krise zu treiben, indem sie vor dem Sommer 2015 den Zugang des griechischen Bankensystems zu EZB-Krediten abschnitt und das Aufkaufen griechischer Staatsanleihen ablehnte, um der griechischen Regierung die Forderungen der Troika nach weiteren einschneidenden Budgetkonsolidierungsmaßnahmen und „Strukturreformen“ der Arbeitsmärkte aufzuzwingen (z.B. De Grauwe, 2016; Krugman, 2015a).<sup>12</sup>

Die EZB übte im Zuge der Eurokrise jedoch nicht nur auf die griechische Regierung Druck aus. Belegt sind zudem zwei Briefe des damaligen EZB-Präsidenten Jean-Claude Trichet an den irischen Finanzminister im Jahr 2010. In diesen Briefen argumentiert Trichet, die EZB werde die Liquiditätsversorgung

---

<sup>10</sup> Bibow (2004) liefert eine kritische Analyse des Konzepts der Zentralbankunabhängigkeit.

<sup>11</sup> Siehe Artikel 127 Absatz 1 und Artikel 282 Absatz 2 AEUV sowie Artikel 2 der ESZB-Satzung.

<sup>12</sup> Auch im Falle Zyperns spielte die Drohmöglichkeit der EZB, die Notfall-Liquiditätsversorgung für zyprische Banken zu kappen, eine entscheidende Rolle beim Zustandekommen des zyprischen „Memorandum of Understanding“ mit der Troika (Tokarski, 2016, S. 27).

für die irischen Banken kappen, wenn die irische Regierung nicht internationalen Finanzierungshilfen zustimmen würde, wobei der Brief auch klare Vorgaben in Sachen Budgetkonsolidierungsmaßnahmen und „Strukturreformen“ macht (z.B. Whelan, 2015). Doch auch in Italien und Spanien war die EZB politisch aktiv, was durch die Veröffentlichung vertraulicher Briefe von Trichet an die italienische und spanische Regierung im Jahr 2011 belegt ist. Den Ankauf von italienischen und spanischen Staatsanleihen, die zu der Zeit unter massivem Spekulationsdruck standen (siehe Abbildung 7), machte die EZB von Zusagen Italiens und Spaniens zu Sparmaßnahmen der öffentlichen Hand und Eingriffen in ihre Arbeitsmärkte abhängig (Tokarski, 2016, S. 25).

Der von der EZB auf Eurozonenländer wie Griechenland, Italien und Spanien aufgebaute politische Druck stand im Zeichen der allgemeinen Krisenpolitik der Troika, die in den Peripherieländern der Eurozone auf die Dezentralisierung der Lohnverhandlungen, das Zurückdrängen der Kollektivverträge, die Kürzung von Mindestlöhnen, Arbeitslosengeld etc. abzielte. Diese Maßnahmen werden in der wirtschaftspolitischen Debatte unter dem Begriff „Strukturreformen“ der Arbeitsmärkte subsumiert (z.B. Hermann, 2014) – jener Begriff, den auch EZB-Präsident Trichet in seinen Briefen an die irische, italienische und spanische Regierung verwendete, um die Konditionalität von EZB-Liquiditätsunterstützung zu unterstreichen. „Strukturreformen“ verfolgen das Ziel, Lohnkürzungen in den Peripherieländern zu bewirken – basierend auf der (umstrittenen) Diagnose, dass die makroökonomischen Ungleichgewichte in der Eurozone auf mangelnde preisliche Wettbewerbsfähigkeit in den Krisenländern zurückzuführen seien, wobei die Ungleichgewichte nur durch sinkende Reallöhne abgebaut werden könnten, weil Lohnkürzungen eine Ankurbelung des Wachstums über die Exportseite ermöglichen würden (z.B. Kang, Shambaugh, 2014).<sup>13</sup>

## 2.5 Zusammenfassung: Geldpolitische Fehler nach der Finanzkrise

Zusammenfassend verfolgte die EZB nach dem Ausbruch der Finanzkrise (im Zeitraum 2008-2014) im Vergleich zur Fed und BoE eine zögerliche, abwartende Geldpolitik; sie reagierte im Zeitablauf mehr auf Verschlechterungen in den Bereichen Wirtschaftswachstum, Beschäftigung und Inflation als dass sie die Krise durch eine entschlossene, fortgesetzt expansive Geldpolitik zu bekämpfen suchte (Bibow, 2015). Im Gegensatz dazu verfolgten die Fed und auch die BoE einen deutlich proaktiveren geldpolitischen Ansatz (Kang et al., 2015), der darauf ausgerichtet war, die nach der Finanzkrise weiterhin schwächelnde Wirtschaft durch die Bereitstellung von Liquidität und durch eine konsequente Niedrigzinspolitik zu unterstützen.

---

<sup>13</sup> Der bis Oktober 2011 amtierende EZB-Präsident Jean-Claude Trichet argumentierte: „The correction within a monetary union can and must be achieved through lower unit labour costs.“ (Trichet, 2009)

Die Sorge vor erhöhter Inflation prägte die zurückhaltende EZB-Geldpolitik;<sup>14</sup> dies war jedoch in einem Umfeld schwachen Wachstums, hoher Arbeitslosigkeit und niedriger Zinsen kontraproduktiv. Die EZB beachtete die Deflationsgefahr im Zuge der gesamtwirtschaftlichen Probleme anhaltend hoher Arbeitslosigkeit in vielen Eurozonenländern zu wenig: In der geldpolitischen Praxis manifestierte sich dies in den verfrühten Zinserhöhungen im Jahr 2011 und in der bis zum Jahresbeginn 2015 zurückhaltenden QE-Politik. In beiden Dimensionen – sowohl bei der Zinspolitik als auch bei der Nutzung ihrer Möglichkeiten zum Aufkaufen von Wertpapieren – tat die EZB lange Zeit viel weniger als erforderlich.

Die EZB tat nicht zuletzt deshalb im Vergleich zur Fed und zur BoE weniger, um die Wirtschaft zu stützen – und setzte im Jahr 2011 verfrüht Leitzinserhöhungen durch, die sie dann rasch wieder rückgängig machen musste –, weil zahlreiche monetaristisch ausgerichtete ÖkonomenInnen EZB-intern sowie in der Öffentlichkeit mit der Argumentation aufgetreten waren, dass eine fortgesetzt expansive Geldpolitik der EZB den Krisenländern jeglichen Anreiz nehmen würde, „schmerzhafte, aber notwendige Strukturreformen“ durchzuführen (z.B. Issing, 2012; Weidmann, 2013): „Tatsächlich hielt sich die Besorgnis lange, dass die Zentralbanken zur Entwertung der Währungen neigen könnten. [...] Diese Voreingenommenheit wurde nun durch die Sorge verstärkt, dass sich die monetären Behörden ins Marktgeschehen einmischten und den Druck verringerten, strukturelle Reformen durchzuführen, indem sie die Wirtschaft künstlich stützten. Diese Argumente veränderten die Politik zunehmend, auch wenn die Gefahren, auf die sie hinwiesen, größtenteils illusorisch waren.“ (Eichengreen, 2015, S. 352)<sup>15</sup>

Aus post-keynesianischer Sicht ist davon auszugehen, dass raschere und entschiedener Zinssenkungen die Eurozonenwirtschaft unterstützt hätten (z.B. Horn, 2015); ein früheres Schnüren von QE-Maßnahmen durch die EZB hätte jedoch nur in eingeschränktem Ausmaß positive Effekte auf Wachstum und Inflation gehabt (Fullwiler, 2013; Lavoie, 2016). Die EZB hätte durch eine Ausweitung der Geldbasis, die durch den Ankauf von Staatsanleihen und anderen Wertpapieren bewirkt wird, unter den nach der Finanzkrise vorherrschenden Bedingungen des laufenden Schuldenabbaus im Privatsektor und schwacher Kreditnachfrage nur beschränkt zu einer Ausweitung der privaten Kredite und der Geldmenge beitragen können (Koo, 2015). QE erhöht jedoch die Vermögenspreise und reduziert die langfristigen Zinsen, was die Finanzierungskosten für Realinvestitionen drückt (z.B. Krishnamurthy, Vissing-Jorgensen, 2011). Zudem hilft QE bei der Abwertung der Währung, was die

---

<sup>14</sup> Mitte des Jahres 2011 führte ein Anstieg der Ölpreise zu einer Erhöhung der Inflationsrate auf etwa 3%, worauf die EZB reagierte, indem sie die Leitzinsen in zwei Schritten von 1% auf 1,5% anhob (siehe Abbildung 6). In Bezug auf diese im Jahr 2011 vorgenommene Zinserhöhung, „a bank economist said that the ECB ‘had done something that came as a complete surprise to me, in the sense that their [the ECB’s] fear of inflation was much stronger than mine.“ (Braun, 2015, S. 378)

<sup>15</sup> Bibow (2013) analysiert die intellektuellen und historischen Traditionen, die hinter dem vor allem von deutschen ZentralbankernInnen vorgetragenen, „stabilitätsorientierten“ Zugang zur Geldpolitik stehen, der durch eine Festlegung auf das Primat von Preisstabilität, „Strukturreformen“ und ausgeglichenen Staatshaushalten gekennzeichnet ist.



Exporte verbilligt, und unterstützt zumindest teilweise durch höhere Vermögenspreise die Erholung der Konsumausgaben.

Dennoch hat QE an der Null-Zins-Untergrenze der Geldpolitik aus post-keynesianischer Sicht nur begrenzte positive Effekte auf die Realwirtschaft; in Zeiten schwacher Konjunktur braucht es vielmehr expansive Fiskalpolitik (Arestis, 2012; Lavoie, 2016). Eine bereits ab 2010 durchgeführte QE-Politik durch die EZB hätte in dieser Sichtweise zwar dazu beigetragen, die langfristigen Zinsen und damit auch die Zinsbelastung der Staatshaushalte der Eurozonenländer zu drücken; nur im Zusammenspiel mit zusätzlichen defizitfinanzierten Staatsausgaben hätte QE jedoch erhebliche positive Effekte auf die Realwirtschaft haben können (Koo, 2013; Bibow, 2015). Bleibt die Unterstützung durch expansive Fiskalpolitik aus, könnten die negativen Folgewirkungen der niedrigen Zinsen auf die Finanzmarktstabilität überwiegen: Denn eine Ausweitung der Geldbasis durch QE bedeutet, dass im Finanzsektor mehr Liquidität zur Spekulation bereit steht; dadurch besteht die Gefahr des Anheizens von Vermögenspreisblasen, beispielsweise auf Aktien- und Immobilienmärkten (z.B. Koo, 2015). Durch schärfere Finanzmarktregulierungen (z.B. höhere Eigenkapitalanforderungen für Finanzinstitutionen und striktere Kreditbeschränkungen bei der Finanzierung von Vermögenswerten) sowie durch die Einführung von Steuern (wie etwa einer Finanztransaktionssteuer) kann das Risiko systemischer Verwerfungen reduziert werden (z.B. Claessens, 2014). Dennoch weisen immer mehr ÖkonomInnen darauf hin, dass es eine riskante und ineffektive wirtschaftspolitische Strategie darstellt, die Steuerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage allein in die Hände der Zentralbank zu legen: Zuletzt argumentierte etwa Jason Furman, der oberste wirtschaftspolitische Berater von US-Präsident Barack Obama, dass Fiskalpolitik ein sehr nützliches und effektives Politikinstrument darstellt, das in der Unterstützung der Geldpolitik von entscheidender Bedeutung sei, wobei sich diese Ansicht zunehmend auch unter Mainstream-ÖkonomInnen durchsetzt (Furman, 2016a).

### 3. DER EINFLUSS DES FISKALPOLITISCHEN KURSES AUF DIE WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG IN DER EUROZONE, IN GROSSBRITANNIEN UND IN DEN USA

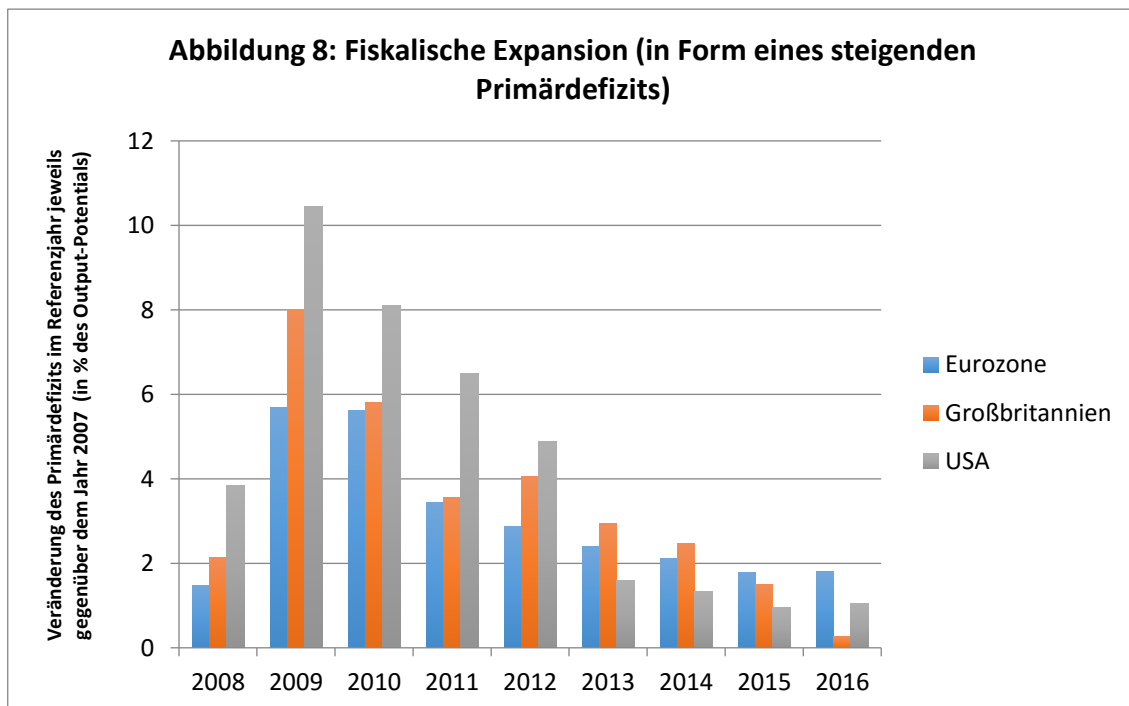
Während zahlreiche Ökonominnen die im vorangegangenen Kapitel besprochene Geldpolitik der EZB als Teil der Erklärung für das in der Einleitung dieser Studie dargestellte Hinterherhinken von Wachstum und Beschäftigung in der Eurozone seit 2010 ins Treffen führen (z.B. Krugman, 2011b; De Grauwe, 2012a; Bibow, 2015; Eichengreen, 2015; Wren-Lewis, 2015a; Beckworth, 2016), so ist dennoch die Fiskalpolitik jener Bereich, in dem die größten Unterschiede im wirtschaftspolitischen Kurs zwischen den Ländern der Eurozone im Vergleich zu Großbritannien und den USA auszumachen sind. Denn Studienergebnisse der letzten Jahre lassen darauf schließen, dass die Unterschiede in der Fiskalpolitik seit 2010 wesentlich dazu beitragen, bestehende Divergenzen in der Wachstums- und Beschäftigungsentwicklung zu erklären (z.B. Wren-Lewis, 2015b; Furman, 2016b; Stockhammer et al., 2016).

#### 3.1 Fiskalische Expansion nach der Finanzkrise und die Wende zur Austeritätspolitik

Sowohl die Länder der Eurozone als auch die USA, Großbritannien und andere entwickelte Volkswirtschaften setzten als Reaktion auf die Finanzkrise zunächst auf koordinierte Weise Konjunkturpakete um – mit dem Ziel, durch expansive Fiskalpolitik dem durch die Finanzkrise 2008/2009 bedingten realwirtschaftlichen Abschwung entgegenzuwirken, der sich in einem Einbruch der Wirtschaftsleistung und in stark steigender Arbeitslosigkeit manifestierte (z.B. Khatiwada, 2009; Lee et al., 2009; Lane, 2012; Blinder, Zandi, 2015).

Die fiskalische Expansion war in den Jahren 2008-2012 in den USA jedoch deutlich stärker ausgeprägt als in Großbritannien und in der Eurozone, wobei in der Eurozone deutlich die geringsten fiskalischen Impulse gesetzt wurden (siehe Abbildung 8): Die durchschnittliche fiskalische Expansion lag zwischen 2008 und 2012 – gemessen am Anstieg des Primärdefizits gegenüber dem Jahr 2007 – in den USA bei 6,8%, in Großbritannien bei 4,7%, in der Eurozone hingegen nur bei 3,8% des BIP. Dass

die USA nach der Finanzkrise hohe Defizite zuließen – zum einen durch das Wirken der automatischen Stabilisatoren,<sup>16</sup> aber auch durch das Schnüren von diskretionären Konjunkturmaßnahmen<sup>17</sup> (Romer, Bernstein, 2009; Blinder, Zandi, 2015) – trug maßgeblich zur Stabilisierung der amerikanischen Wirtschaft bei. Dies gilt insbesondere in den Jahren nach dem Platzen der US-amerikanischen Häuserpreisblase, als viele tausende amerikanische Haushalte gleichzeitig den Privatschuldenabbau betrieben, wobei expansive Fiskalpolitik entscheidend war, um die aus den geringeren Konsumausgaben resultierenden Nachfragerücken zu schließen und ein kräftigeres Ansteigen der Arbeitslosigkeit zu verhindern (Koo, 2015; Mian, Sufi, 2014). Auch in Europa trugen fiskalische Stimulierungsmaßnahmen – im Zusammenspiel mit der Wirkung der automatischen Stabilisatoren – in den Jahren 2008/2009 maßgeblich zur Abfederung der Finanzkrise bei (z.B. ILO, 2011).

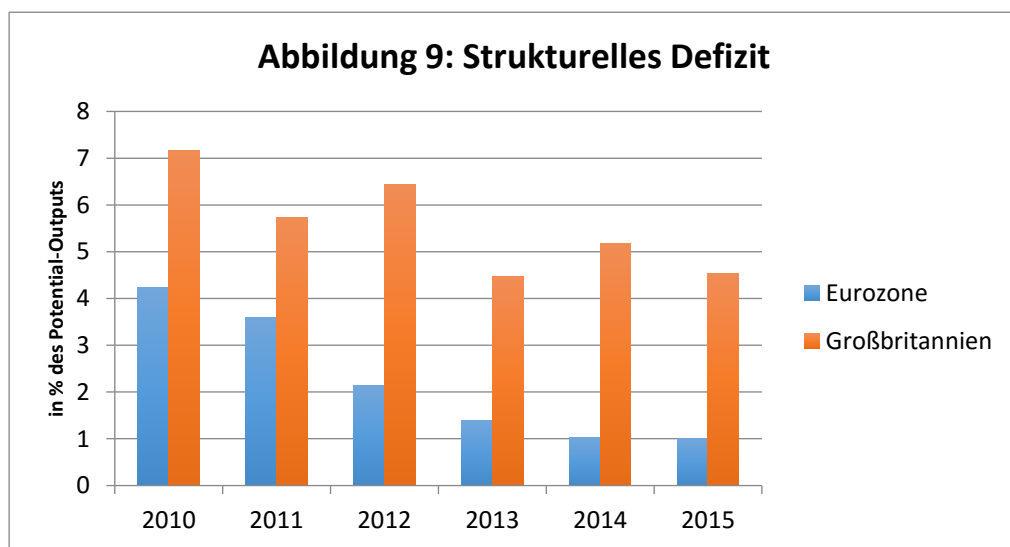


Daten: IMF Fiscal Monitor (April 2016); eigene Berechnungen. Anmerkung: Das Primärdefizit exkludiert Zinszahlungen. Der Primärsaldo ist also die Differenz zwischen den staatlichen Einnahmen und den nicht-zinstragenden Ausgaben.

<sup>16</sup> Unter den automatischen Stabilisatoren versteht man jene Staatsausgaben und -einnahmen, die ohne Eingriffe des Staates (automatisch) auf konjunkturelle Veränderungen reagieren (z.B. Ausgaben für Arbeitslosenunterstützung). Dabei üben die automatischen Stabilisatoren einen dämpfenden Effekt auf die Schwankungen der Gesamtnachfrage aus; sie stabilisieren die Einkommen weiter Teile der Bevölkerung (z.B. IWF, 2015).

<sup>17</sup> Mit diskretionären fiskalpolitischen Maßnahmen ist gemeint, dass wirtschaftspolitische EntscheidungsträgerInnen am Einzelfall orientierte fiskalpolitische Entscheidungen treffen, um in einer bestimmten makroökonomischen Situation ein wirtschaftspolitisches Ziel zu erreichen; beispielsweise eine Senkung der Arbeitslosigkeit in einer Rezession durch defizitfinanzierte öffentliche Investitionen.

2011 vollzog die Eurozone jedoch eine scharfe wirtschaftspolitische Kehrtwende hin zu fiskalischen Konsolidierungsmaßnahmen (z.B. Blyth, 2013; Wren-Lewis, 2015b; Stockhammer et al., 2016): Die Länder der Eurozone begannen nahezu simultan, wenngleich in unterschiedlicher Intensität, ihre Staatsausgaben zu reduzieren und/oder ihre Steuereinnahmen zu erhöhen.<sup>18</sup> Dies ist bereits aus Abbildung 8 erkennbar; denn die Primärdefizite wurden in der Eurozone ab 2011 deutlich reduziert. Diese Zahlen korrigieren jedoch nicht für die Effekte der Krise auf die öffentlichen Haushalte, die sich aufgrund von sinkenden Steuereinnahmen und steigenden Sozialausgaben automatisch in höheren Defiziten niederschlugen. Abbildung 9 zeigt die Sparanstrengungen in der Eurozone deshalb anhand der Veränderung des „strukturellen Budgetsaldos“, der für die Effekte des Konjunkturzyklus auf den Budgetsaldo und für budgetäre Einmaleffekte korrigieren soll. So wird beim strukturellen Defizit z.B. versucht, höhere staatliche Ausgaben aufgrund von krisenbedingt gesteigener Arbeitslosigkeit sowie Ausgaben für das staatliche Auffangen von Finanzinstitutionen aus dem nominellen Defizit herauszurechnen, um zu einem realistischeren Bild der „strukturellen“ Sparanstrengungen zu gelangen (z.B. Carnot, de Castro, 2015).<sup>19</sup> Während das strukturelle Defizit 2010 in der Eurozone laut den offiziellen Kommissionsdaten noch 4,2% betrug, wurde es bis 2014 auf der Basis von Kürzungen der Staatsausgaben und Steuererhöhungen auf 1,0% gesenkt. Gemessen an der Veränderung des strukturellen Defizits fielen die Sparanstrengungen in Großbritannien geringer aus als in der Eurozone.<sup>20</sup>



Daten: Europäische Kommission (AMECO, 3.5.2016). Keine vergleichbaren Daten für die USA verfügbar.

<sup>18</sup> Einige europäische Länder – darunter etwa Irland und Griechenland (siehe Abbildung 11) – hatten bereits vor 2011 die Budgetkonsolidierung gestartet. 2011 war jedoch jenes Jahr, in dem eine große Anzahl an Eurozonenländern simultan mit der Umsetzung von Budgetkonsolidierungsplänen begann (siehe z.B. Europäische Kommission, 2012).

<sup>19</sup> Siehe z.B. Heimberger (2014) sowie Heimberger und Kapeller (2016) für eine Beschäftigung mit den Berechnungsproblemen des „strukturellen Budgetsaldos“, der eine Schätzgröße auf der Basis eines ökonomischen Modells darstellt, wobei diese Berechnungsprobleme Auswirkungen auf die fiskalpolitische Praxis haben.

<sup>20</sup> Für die USA stellt die EU-Kommission keine vergleichbaren Daten zum strukturellen Budgetsaldo zur Verfügung.

## 3.2 Verschärfungen des EU-Fiskalregelwerks und prozyklische Fiskalpolitik

Griechenland, Irland, Portugal und Zypern mussten in der Folge von Finanzierungsproblemen an den Staatsanleihemärkten (siehe Abbildung 7) nach der Finanzkrise offiziell um internationale Zahlungshilfe ansuchen,<sup>21</sup> wobei die Troika – bestehend aus EU-Kommission, EZB und IWF – die Zahlungen an strikte Konditionen knüpfte: an einschneidende fiskalische Konsolidierungsmaßnahmen, Deregulierungsmaßnahmen der Arbeitsmärkte und Pensionskürzungen (Sapir et al., 2014; Featherstone, 2015; Kentikelenis et al., 2016). Die ab 2011 forcierte Austeritätspolitik innerhalb der Eurozone steht jedoch auch im Zusammenhang mit Verschärfungen des EU-Fiskalregelwerks, welche den Budgetkonsolidierungsdruck auch abseits der genannten Länder mit Troika-Anpassungsprogrammen erheblich erhöht haben.

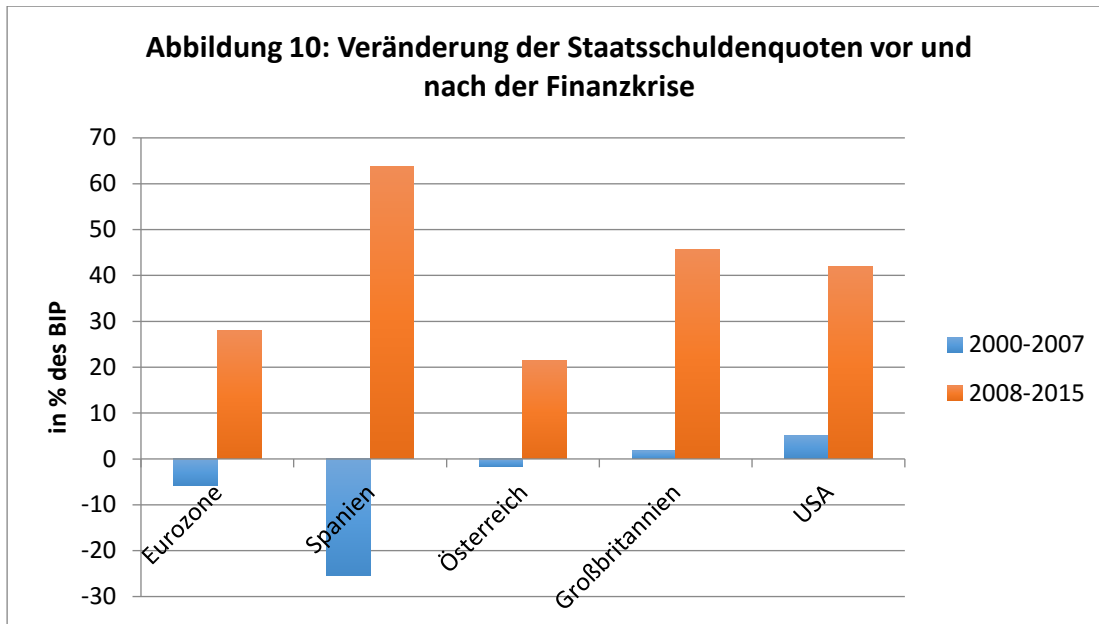
Deutschland drängte nach der Finanzkrise auf eine Verschärfung der EU-Fiskalregeln – basierend auf der Darstellung, die Eurokrise sei durch exzessive Staatsverschuldung verursacht worden. Diese Darstellung hält einer Überprüfung der Daten zur Entwicklung von fiskalischen Defiziten und Staatsschulden jedoch nicht stand; denn die Schuldenprobleme waren in erster Linie eine Folge der Krise, die durch das Finanzsystem verursacht worden war (z.B. Lane, 2012; Blyth, 2013).<sup>22</sup> Aus den Daten zur Entwicklung der Staatsschuldenquoten in Relation zur Wirtschaftsleistung ist zu erkennen, dass in der Eurozone als Ganzes die Staatsschuldenquote in den Vorkrisenjahren 2000-2007 um 5,7 Prozentpunkte sank, während sie im selben Zeitraum in Großbritannien und den USA marginal anstieg (siehe Abbildung 10). Dann nahm die Staatsverschuldung als Folge von Bankenrettungspaketen sowie Steuerausfällen und höheren Sozialausgaben im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise jedoch stark zu (z.B. IWF, 2009; Europäische Kommission, 2012); doch das dominante Schuldennarrativ führt diesen Anstieg fälschlicherweise nicht auf die Krise, sondern auf vorgeblich exzessive Staatsausgaben vor der Krise zurück.<sup>23</sup>

---

<sup>21</sup> Griechenlands (erstes) Anpassungsprogramm mit der Troika startete im Mai 2010; in Irland im Dezember 2010; in Portugal im Juni 2011; und in Zypern im März 2013 (Sapir et al., 2014).

<sup>22</sup> Wren-Lewis (2016) argumentiert, dass das faktisch falsche Schulden-Narrativ im Grunde dazu dienen sollte, der Erreichung des politischen Ziels einer Reduktion der Größe des Staates Vorschub zu leisten.

<sup>23</sup> Der deutsche Finanzminister Schäuble (2011) behauptete etwa: „Whatever role the markets may have played in catalysing the sovereign debt crisis in the eurozone, it is an undisputable fact that excessive state spending has led to unsustainable levels of debt and deficits that now threaten our economic welfare. Piling on more debt now will stunt rather than stimulate growth in the long run. Governments in and beyond the eurozone need not just to commit to fiscal consolidation and improved competitiveness – they need to start delivering on these now.“ Blyth (2013) liefert eine eingehende, kritische Beschäftigung mit diesem Schulden-Narrativ; dabei zeigt er, dass Griechenland das einzige Eurozonenland ist, für das bereits in den Vorkrisenjahren ein Problem in Bezug auf exzessive fiskalische Defizite und Staatsverschuldung bestand.



Daten: AMECO (3.5. 2016); eigene Berechnungen.

Obwohl das politische Narrativ, dass die Eurokrise durch exzessive Budgetdefizite und Staatsschulden verursacht worden sei, faktisch falsch ist, so war es doch ein wichtiges rhetorisches und politisches Druckmittel zur Verschärfung der EU-Fiskalregeln im Zuge der Eurokrise (z.B. Blyth, 2013; Mody, 2015). Das „Sixpack“, welches sich aus sechs europäischen Gesetzgebungsmaßnahmen zusammensetzt und im Dezember 2011 in Kraft trat, bedeutete für die EU-Mitgliedstaaten u.a. eine Verschärfung der Haushaltsüberwachung und striktere finanzielle Sanktionen bei Regelverstößen. Und das „Twopack“, welches Mitte 2013 in Kraft trat, brachte für die Mitgliedstaaten des Euroraums weitere Restriktionen bei der Überwachung und Bewertung gesamtstaatlicher Haushaltspläne. Zudem wurden Eurozonenmitglieder, die sich in einer tiefen finanziellen Krise befinden, unter eine noch rigorosere Aufsicht durch die Europäische Kommission gestellt (z.B. ECFIN, 2013), was einen erheblichen Eingriff in die Haushaltshoheit nationaler Parlamente darstellt. Restriktivere Fiskalregeln kamen zudem mit der Einführung des Fiskalpakts zur Umsetzung, der die Einführung von „Schuldenbremsen“ nach deutschem Vorbild in den ratifizierenden Ländern auf den Weg brachte.<sup>24</sup> Im Zusammenspiel mit den Konsolidierungsvorgaben der Troika in der Peripherie der Eurozone brachten die beschriebenen Regelverschärfungen die Eurozone als Ganzes ins Fahrwasser einer noch restriktiveren Fiskalpolitik. Eine Reihe von ÖkonomInnen hat die im Zuge der Eurokrise weiter verschärften Fiskalregeln fundamental kritisiert. Die grundlegende Kritik bezieht sich darauf, dass die EU-Budgetregeln insbesondere in Krisenzeiten nicht nur das Durchsetzen einer anti-zyklischen Fiskalpolitik erschwert, welche eine Stabilisierung der Wirtschaft und einen Abbau der Arbeitslosigkeit ermöglichen würde. Das restriktive Fiskalregelwerk verstärkt zudem die Krise prozyklisch, weil die aufgrund der bestehenden Regeln erforderlichen Budgetkonsolidierungsmaßnahmen in Krisenzeiten negative Effekte auf

<sup>24</sup> In Österreich ist dies anhand des sogenannten Stabilitätspaktes auf einfachgesetzlicher Basis geschehen. Der Stabilitätspakt sieht vor, dass das jährliche strukturelle Defizit des österreichischen Gesamtstaates ab 2017 0,45% des BIP nicht mehr übersteigen darf (z.B. Heimberger, 2014). In Deutschland, wo die „Schuldenbremse“ bereits 2009 beschlossen worden war, steht diese gar im Verfassungsrang (z.B. Truger, Will, 2012).

Wachstum und Beschäftigung haben, die auch das Erreichen der Budgetziele konterkarieren können (z.B. Truger, Will, 2012; De Grauwe, Ji, 2014b; Koo, 2015; Truger, 2016).

Die Europäische Kommission eröffnete in der Folge der globalen Finanzkrise in den Jahren 2009/2010 in 15 Eurozonenländern ein Verfahren wegen eines übermäßigen Defizits (ÜD).<sup>25</sup> Länder in einem ÜD-Verfahren stehen unter einer besonders strikten fiskalpolitischen Überwachung durch die Europäische Kommission (z.B. ECFIN, 2013). Obgleich die steigenden fiskalischen Defizite und Staatsschuldenquoten auf die Belastungen der öffentlichen Haushalte durch die auf den Finanzmärkten verursachte Krise zurückzuführen waren (z.B. Lane, 2012; Blyth, 2013), wird die Wirtschaftspolitik aufgrund der restriktiven Auslegung des Fiskalregelwerks weitgehend auf die Erreichung von budgetpolitischen Zielen verengt. Die nächsten Abschnitte der Studie beschäftigen sich vor diesem Hintergrund mit den Auswirkungen prozyklischer Fiskalpolitik in Krisenzeiten auf Wirtschaftswachstum und Beschäftigung.

### 3.3 Einfluss von Fiskalpolitik auf das Wirtschaftswachstum

Das erklärte politische Ziel der fiskalischen Konsolidierung bestand ab 2011 darin, die Budgetdefizite und Staatsschuldenquoten in den Eurozonenländern zu reduzieren (z.B. Trichet, 2010; Schäuble, 2011; Rehn, 2012). Aber auch Großbritannien setzte im Mai 2010 nach dem Regierungswechsel zu einer konservativ-liberalen Koalitionsregierung die Reduktion der Budgetdefizite ganz nach oben auf die Liste der wirtschaftspolitischen Prioritäten und startete die Umsetzung von Budgetkonsolidierungsmaßnahmen (z.B. Holland, Portes, 2012; Sawyer, 2012; Wren-Lewis, 2015d). In den USA hingegen setzte die fiskalische Konsolidierung später und gradueller als in der Eurozone und in Großbritannien ein (z.B. CBO, 2013; Alesina et al., 2015) und trug sich ab Mitte 2011 hauptsächlich auf der Ebene einzelner Bundesstaaten und Kommunalverwaltungen zu (z.B. CBO, 2014; Bivens, 2016; Nikiforos, 2016).

Stockhammer et al. (2016) liefern eine ökonometrische Vergleichsstudie zum Einfluss von Fiskalpolitik auf das Wirtschaftswachstum zwischen 2008 und 2014 für sechs Eurozonenländer (Deutschland, Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien) sowie für die USA und Großbritannien (siehe Abbildung 11). Ihr zentrales Ergebnis lautet, dass das Einleiten fiskalischer Konsolidierungsmaßnahmen in Deutschland, den USA und Großbritannien im Grunde bedeutete, dass sich der fiskalpolitische Kurs von expansiv zu neutral änderte.<sup>26</sup> Gleichzeitig stellte die Fiskalpolitik in Griechenland, Irland, Italien,

---

<sup>25</sup> 2009 wurde ein ÜD-Verfahren in Österreich, Belgien, Deutschland, Italien, Malta, Niederlande, Slowenien, Slowakei, Portugal, Frankreich, Irland, Griechenland und Spanien eröffnet. 2010 gerieten Zypern und Finnland in ein ÜD-Verfahren. Mittlerweile sind die Verfahren in allen Ländern wieder geschlossen, mit den Ausnahmen von Portugal, Frankreich, Griechenland und Spanien, wo die Verfahren weiterhin laufen (Stand: Oktober 2016). Siehe die Website der Europäischen Kommission: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/corrective\\_arm/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/corrective_arm/index_en.htm) [zuletzt abgerufen am 29.10. 2016].

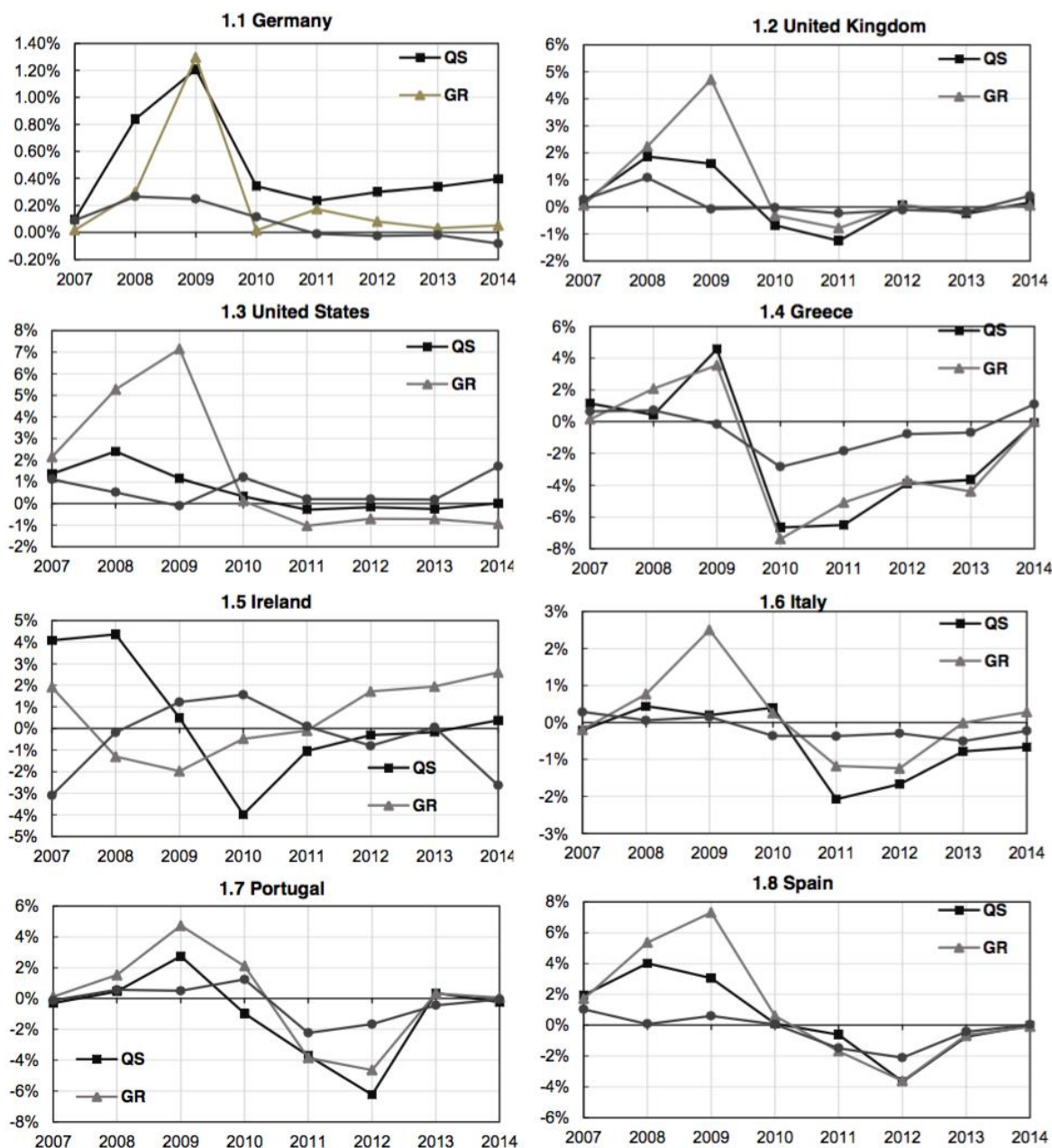
<sup>26</sup> Im Falle Großbritanniens weisen Austeritäts-KritikerInnen darauf hin, dass die von der konservativ-liberalen Regierung durchgesetzten fiskalischen Konsolidierungsmaßnahmen vor allem in den ersten beiden Jahren nach dem Amtsantritt Camerons die britische Wirtschaftsleistung reduziert haben (z.B. Krugman, 2015b; Sawyer, 2012).

Portugal und Spanien jedoch auf stark restriktiv um (De Grauwe, Ji, 2013a; Heimberger, 2016). Gerade die Peripherieländer der Eurozone waren dabei massivem politischen Druck durch die Troika aus EU-Kommission, IWF und EZB ausgesetzt. Die Troika gab im Rahmen der offiziellen Anpassungsprogramme die Umsetzung einer strikten Politik von staatlichen Ausgabenkürzungen, Steuerhöhungen und Lohnkürzungen (mittels „Strukturreformen“ der Arbeitsmärkte) als Bedingung für das Freigeben von internationalen Finanzierungszahlungen vor (Sapir et al., 2014; Kentikelenis et al., 2016). Auch andere Eurozonenländer, die in keinem offiziellen Troika-Anpassungsprogramm waren, sahen sich jedoch aufgrund der verschärften Regeln der EU-Economic-Governance mit Budgetkonsolidierungsvorgaben konfrontiert.

Während also laut den Ergebnissen von Stockhammer et al. (2016) die Fiskalpolitik ab 2010/2011 in Deutschland, Großbritannien und den USA das Wirtschaftswachstum weder förderte (wie noch in den Jahren 2008/2009) noch hemmte, wirkten sich die Austeritätsmaßnahmen in der Peripherie der Eurozone stark negativ auf Wachstum und Beschäftigung aus (siehe Abbildung 11). Jene Länder, die sofort einschneidende Austeritätsmaßnahmen umsetzten, schlitterten in eine „Double-Dip“-Rezession. Jene Volkswirtschaften hingegen, die einen neutralen bzw. leicht expansiven fiskalpolitischen Kurs einschlagen konnten – allen voran die USA und innerhalb der Eurozone Deutschland –, setzten die wirtschaftliche Erholung langsam aber stetig fort.



Abbildung 11: Jährlicher Einfluss von Fiskalpolitik auf das BIP-Wachstum nach Stockhammer et al. (2016, S. 23).



**Note:** QS refers to calculations using Qazizada and Stockhammer (2015) multipliers, GR refers to calculations based on Gechert and Rannenberg (2014) multipliers, and GR-NR refers to calculations using GR's non-regime dependent multipliers.

Anmerkung: Die Grafik wurde Stockhammer et al. (2016, S. 23) entnommen. Siehe Stockhammer et al. (2016, S. 11-14) für Details zur Berechnungsmethode.

### 3.4 Die Fiskalmultiplikatordebatte

Die Auseinandersetzung zu den makroökonomischen Auswirkungen der fiskalischen Konsolidierungsmaßnahmen trug sich in den letzten Jahren vor dem Hintergrund des Konzepts des Fiskalmultiplikators zu. Der Konsolidierungs-Multiplikator gibt an, wie stark sich die Wirtschaftsleistung (in % des BIP) verändert, wenn fiskalische Konsolidierungsmaßnahmen im Ausmaß von 1% des BIP umgesetzt werden, die das Ziel einer Senkung des Budgetdefizits verfolgen.<sup>27</sup> Je höher der Multiplikator geschätzt wird, desto kostspieliger sind fiskalische Konsolidierungsmaßnahmen hinsichtlich der Reduktion von Wirtschaftswachstum und Beschäftigung. Die akademische Fachliteratur, die sich mit der Schätzung der Höhe von Fiskalmultiplikatoren beschäftigt, wuchs nach der Finanzkrise durch einen großen Schwung an neuen Studien rapide an (z.B. Ramey, 2011; Gechert, Rannenberg, 2014; Qazizada, Stockhammer, 2015; Jorda, Taylor, 2016).

Eine Vielzahl an Papieren schätzte in den letzten Jahren auf der Basis unterschiedlicher makroökonomischer Modelle Fiskalmultiplikatoren höher als 1,0 (z.B. Christiano et al., 2011; Zezza, 2012; Gechert, Rannenberg, 2014; Heimberger, 2016). Ein Multiplikator höher als 1,0 bedeutet, dass eine fiskalische Konsolidierung im Ausmaß von 1% des BIP die Wirtschaftsleistung um mehr als 1% reduziert. Die Höhe der negativen Effekte auf die reale Wirtschaftsleistung der Eurozone, die aus den fiskalischen Konsolidierungsmaßnahmen ab 2011 resultierten, variieren unter den zu dieser Frage vorhandenen Studienergebnissen (Europäische Kommission, 2012; Holland, Portes, 2012; in't Veld, 2013; Gechert et al., 2015; Rannenberg et al., 2015). Sie reichen für den Zeitraum 2011-2013 von einem BIP-Verlust von 1,6% (Europäische Kommission, 2012) bis hin zu einem deutlich höheren konsolidierungsbedingten BIP-Verlust von 7,7% (Gechert et al., 2015).

Auch die makroökonomische Fachliteratur beschäftigte sich nach der Finanzkrise intensiv mit dem Zusammenhang zwischen fiskalischen Konsolidierungsmaßnahmen und der wirtschaftlichen Entwicklung. Ihr zentrales Ergebnis lautet, dass die Tiefe der Krise in den Eurozonenländern in engem Zusammenhang mit der Schärfe der Austeritätspolitik steht (De Grauwe, Ji, 2013a; Blanchard, Leigh, 2013; Heimberger, 2016).

---

<sup>27</sup> Im Allgemeinen lässt sich der Multiplikator als das Verhältnis der Veränderung des Outputs zu einer exogenen Veränderung des fiskalischen Defizits definieren (Batini et al. 2014). Das Besondere am Konsolidierungs-Multiplikator ist also, dass er angibt, wie stark sich der Output ändert, wenn das fiskalische Defizit exogen um ein 1% *reduziert* wird.

Abbildung 12 veranschaulicht den negativen Zusammenhang zwischen fiskalischen Konsolidierungsmaßnahmen und Wirtschaftswachstum für den Zeitraum 2011-2013.<sup>28</sup> Die Ländergruppe setzt sich aus 18 Eurozonenländern inklusive Großbritannien zusammen.<sup>29</sup> Auf der horizontalen Achse ist das Ausmaß der fiskalischen Konsolidierung zu sehen; die Schärfe der Konsolidierungsmaßnahmen wird – auf der Grundlage der Arbeit von Blanchard und Leigh (2013) – als Veränderung im strukturellen Budgetsaldo gemessen,<sup>30</sup> und zwar für den Zeitraum 2011-2013. Auf der vertikalen Achse sind die Daten zum kumulativen Wachstum der realen Wirtschaftsleistung aufgetragen. Die negativ geneigte Regressionsgerade demonstriert, dass die Tiefe der Krise im untersuchten Zeitraum in engem Zusammenhang mit der Schärfe der Sparpolitik steht. Laut der Regression in Abbildung 12 lag der Fiskalmultiplikator im Durchschnitt bei etwa 2,1 – das heißt: Ein Anstieg in der fiskalischen Konsolidierung um einen Prozentpunkt (des BIP) reduzierte das kumulative Wirtschaftswachstum im Zeitraum 2011-2013 um rund 2,1 Prozentpunkte.<sup>31</sup>

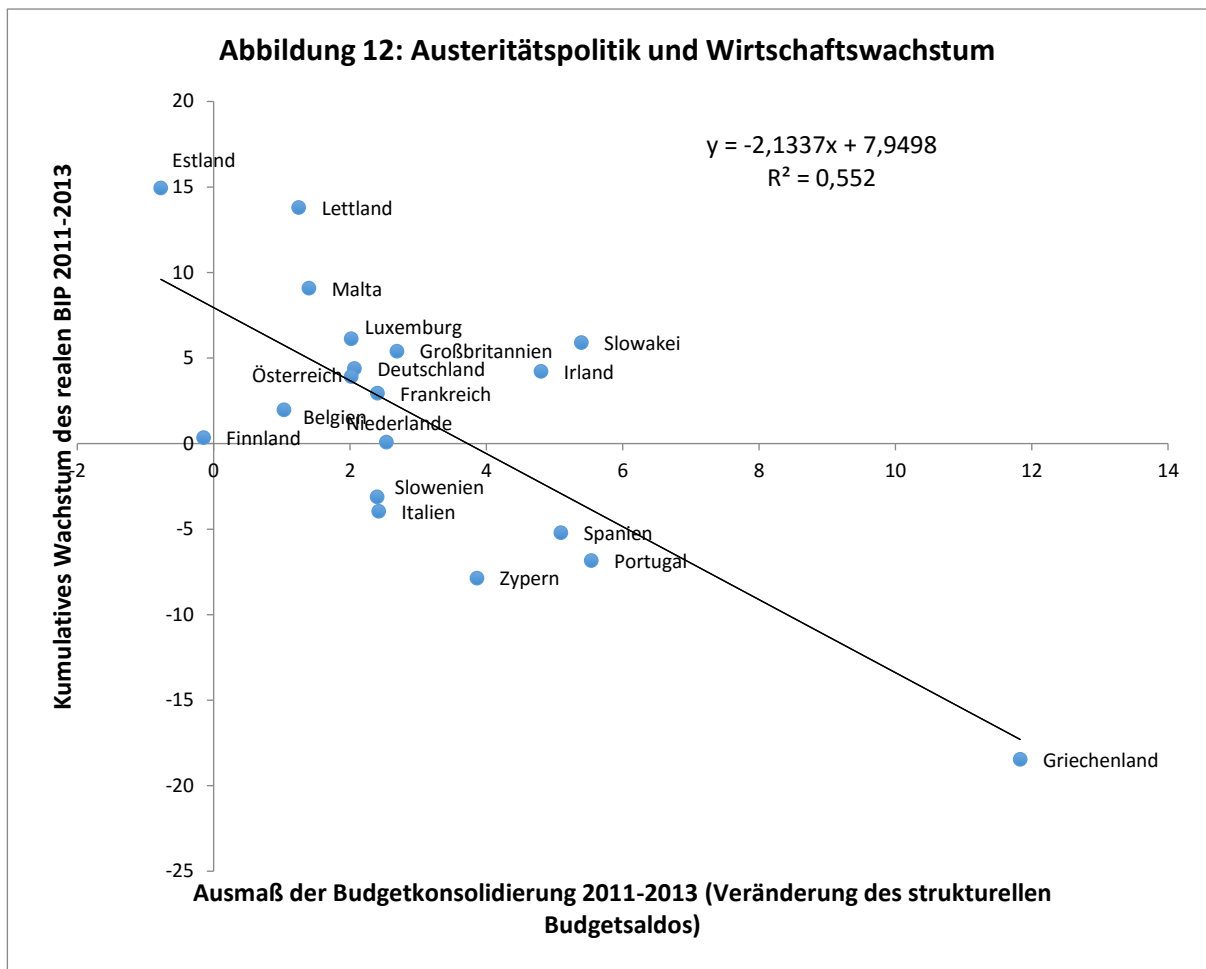
---

<sup>28</sup> Zwei Hauptgründe sprechen dafür, Multiplikatorschätzungen für den Zeitraum 2011-2013 durchzuführen. Erstens ist dies der Zeitraum der sogenannten „Double-Dip“-Rezession in der Eurozone (siehe Abbildung 2), die nach dem dritten Quartal 2011 begann; für diesen Zeitraum ist die Frage nach den Auswirkungen von diskretionärer Fiskalpolitik auf das Wirtschaftswachstum von besonderem Interesse. Zweitens haben, wie bereits weiter oben erwähnt, Länder wie Irland, Griechenland oder auch Lettland zwar bereits vor dem Jahr 2011 mit der Budgetkonsolidierung begonnen. Der simultane Schwenk hin zur fiskalischen Austerität in großen Teilen der Eurozone war jedoch zwischen 2011 und 2013 am stärksten ausgeprägt (z.B. Europäische Kommission, 2012). Deshalb ist diese Zeitperiode gut geeignet, um Variationen in der Intensität der fiskalischen Konsolidierung zwischen den Eurozonenländern auszunutzen, um ökonometrische Schätzungen zur Höhe der Fiskalmultiplikatoren zu erzielen (Vgl. Heimberger, 2016, S. 7).

<sup>29</sup> Die EU-Kommission stellt keine Daten zum strukturellen Budgetsaldo für die USA bereit; deshalb sind die USA nicht Bestandteil der Ländergruppe.

<sup>30</sup> Das Maß der Veränderung des strukturellen Budgetsaldos soll exogene Veränderungen im fiskalischen Defizit abbilden, die durch den Abbau von Budgetdefiziten motiviert sind. Die Effekte des Konjunkturzyklus auf den Budgetsaldo (endogene Veränderungen) hingegen werden mittels der Konjunkturbereinigung des fiskalischen Defizits herausgerechnet (Mourre et al., 2014). Für eine Kritik dieser Berechnungsmethode des Ausmaßes fiskalischer Konsolidierungsmaßnahmen siehe z.B. Heimberger (2014) sowie Heimberger und Kapeller (2016).

<sup>31</sup> Das Ergebnis von Fiskalmultiplikatoren deutlich höher als 1 ist robust hinsichtlich der Verwendung unterschiedlicher Datengrundlage für die Identifikation der Schärfe von Austeritätspolitik. Die Robustheit der Multiplikatorschätzungen ist auch gegeben, wenn man Ausreißer wie Griechenland von der Berechnung ausnimmt und für zusätzliche Variablen kontrolliert, die den Zusammenhang zwischen dem Ausmaß der Budgetkonsolidierung und dem Wirtschaftswachstum beeinflussen könnten (Heimberger, 2016).



Daten: Europäische Kommission (AMECO, 3.5. 2016); eigene Berechnungen. Die EU-Kommission stellt keine Daten zum strukturellen Budgetsaldo für die USA bereit; deshalb sind die USA nicht Bestandteil der Ländergruppe.

### 3.5 War die Austeritätspolitik in der Eurozone „alternativlos“?

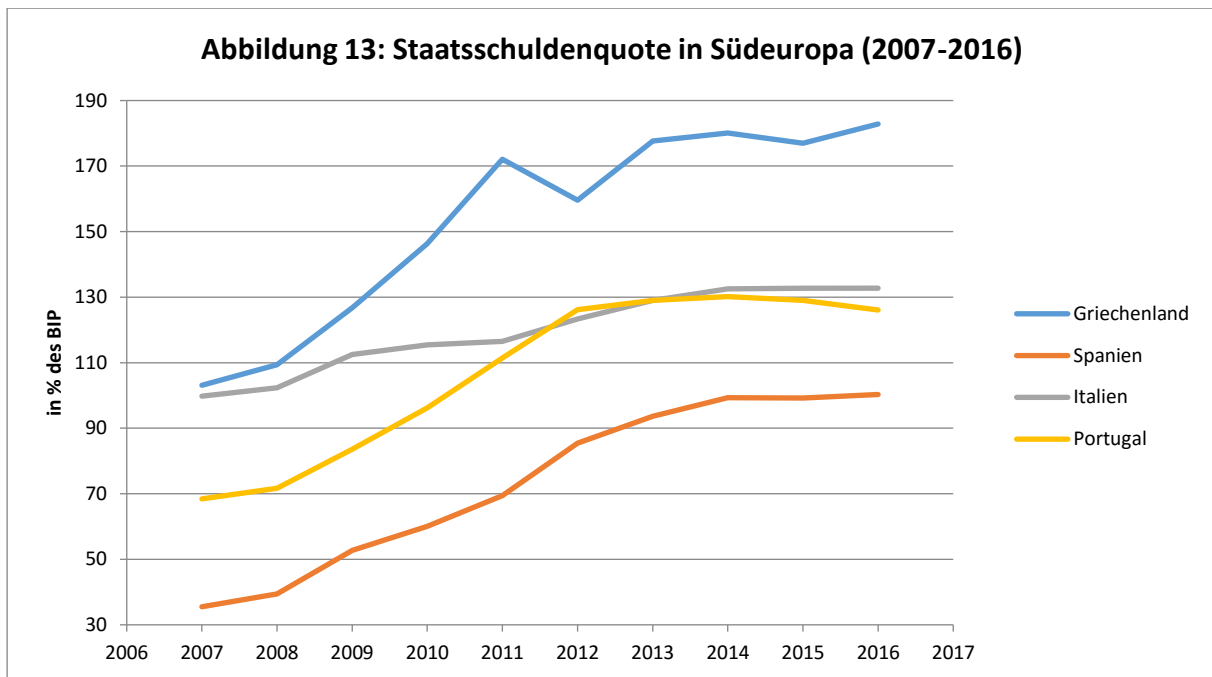
Politische VerfechterInnen des eingeschlagenen Konsolidierungskurses in Europa würden – in Anlehnung an den (damaligen) EU-Kommissar für Währungs- und Wirtschaftsfragen, Rehn (2012), den deutschen Bundesfinanzminister Schäuble (2011) oder auch den (damaligen) EZB-Präsident Trichet (2010) – gegen die im vorangegangenen Abschnitt dargestellten Ergebnisse einwenden, dass die Inkaufnahme negativer Wachstumseffekte der Konsolidierungsmaßnahmen „alternativlos“ war: Die Budgetdefizite mussten sofort reduziert werden, wendeten BefürworterInnen der Austeritätspolitik ein; die Verfolgung des Ziels eines Abbaus von Budgetdefiziten und Staatsschulden sei zur „Beruhigung der Finanzmärkte“ erforderlich gewesen. Wichtige EntscheidungsträgerInnen begründeten die Austeritätspolitik mit der Erwartung, die Konsolidierungsmaßnahmen würden Wachstum und Beschäftigung sogar erhöhen (statt kontraktiv zu wirken), weil sie das Vertrauen von KonsumentInnen und UnternehmerInnen in die wirtschaftliche Zukunft verbessern. Dabei beriefen sich VertreterInnen einer restriktiven Fiskalpolitik, zu denen besonders prominent Schäuble, Trichet und Rehn zählten, auf die umstrittene Forschung von Alberto Alesina und dessen Co-AutorInnen zu den vorgeblich „expansiven

Effekten“ von fiskalischen Kürzungsmaßnahmen bei Staatsausgaben (Dellepiane-Avellaneda, 2015). Die Argumente von BefürworterInnen drastischer fiskalischer Konsolidierungsmaßnahmen in der Eurozone berücksichtigen jedoch drei zentrale Aspekte nicht.

Erstens vernachlässigte der frühzeitige und einschneidende Schwenk zur Austeritätspolitik die Bedeutung von Timing und Tempo der fiskalischen Konsolidierung. Die Rahmenbedingungen für ein simultanes Konsolidierungsexperiment in der Eurozone waren 2011 besonders ungünstig, weil keine wirtschaftspolitischen Instrumente zu Verfügung standen, um die kontraktiven Effekte der fiskalischen Konsolidierungsmaßnahmen auszugleichen (IWF, 2010; Guajardo et al., 2014; Perotti, 2013): Das fixe Wechselkursregime der gemeinsamen Währung machte es den konsolidierenden Ländern unmöglich, durch Währungsabwertungen den kontraktiven Effekten der fiskalischen Konsolidierung entgegenzuwirken. Zudem konnten die nationalen Zentralbanken keine auf die jeweiligen nationalen Anforderungen zugeschnittene, expansive Geldpolitik betreiben, weil die EZB für die Geldpolitik im ganzen Euroraum verantwortlich ist. Unter den vorherrschenden makroökonomischen Rahmenbedingungen – gekennzeichnet durch erhebliche wirtschaftliche Unterauslastung – und gegeben die institutionellen Beschränkungen des wirtschaftspolitischen Handlungsspielraumes durch die Eurozonen-Architektur wirkten die fiskalischen Konsolidierungsmaßnahmen besonders negativ auf Wachstum und Beschäftigung. Der akademischen Fiskalmultiplikatorliteratur ist zu entnehmen, dass damit zentrale Bedingungen für hohe Fiskalmultiplikatoren erfüllt waren (DeLong, Summers, 2012; Blanchard, Leigh, 2013; Heimberger, 2016; Wren-Lewis, 2015). Vor diesem Hintergrund wäre die Mindestanforderung an eine gesamtwirtschaftlich orientierte Makropolitik eine schrittweise, weniger drastische und zeitlich verzögerte Konsolidierungsstrategie in der Peripherie gewesen – im Zusammenspiel mit zusätzlichen fiskalpolitischen Stimulierungsmaßnahmen in Deutschland, Österreich und anderen Ländern mit fiskalpolitischem Spielraum (z.B. De Grauwe, Ji, 2013a).

Zweitens vernachlässigt die Darstellung von der behaupteten „Alternativlosigkeit“ der Austeritätspolitik, dass mittlerweile empirisch gezeigt und theoretisch erklärt worden ist, dass nicht die ergriffenen fiskalischen Konsolidierungsmaßnahmen, sondern erst das Einschreiten der EZB als „Lender of Last Resort“ ab dem Sommer 2012 die angespannte Lage an den Staatsanleihemärkten beruhigt hat (Sarka et al., 2015; De Grauwe, Ji, 2015).

Drittens hat die Austeritätspolitik die Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte in mehreren Eurozonenländern nicht verbessert, wie vor dem Beginn des Konsolidierungsexperimentes von führenden EntscheidungsträgerInnen der europäischen Wirtschaftspolitik erwartet worden war (Dellepiane-Avellaneda, 2015), sondern verschlechtert (z.B. Mazzolini, Mody, 2014): Die Staatsschuldenquoten (gemessen in Prozent des BIP) stiegen insbesondere in Südeuropa in der Zeit der intensiven Austeritätspolitik weiter an (siehe Abbildung 13).



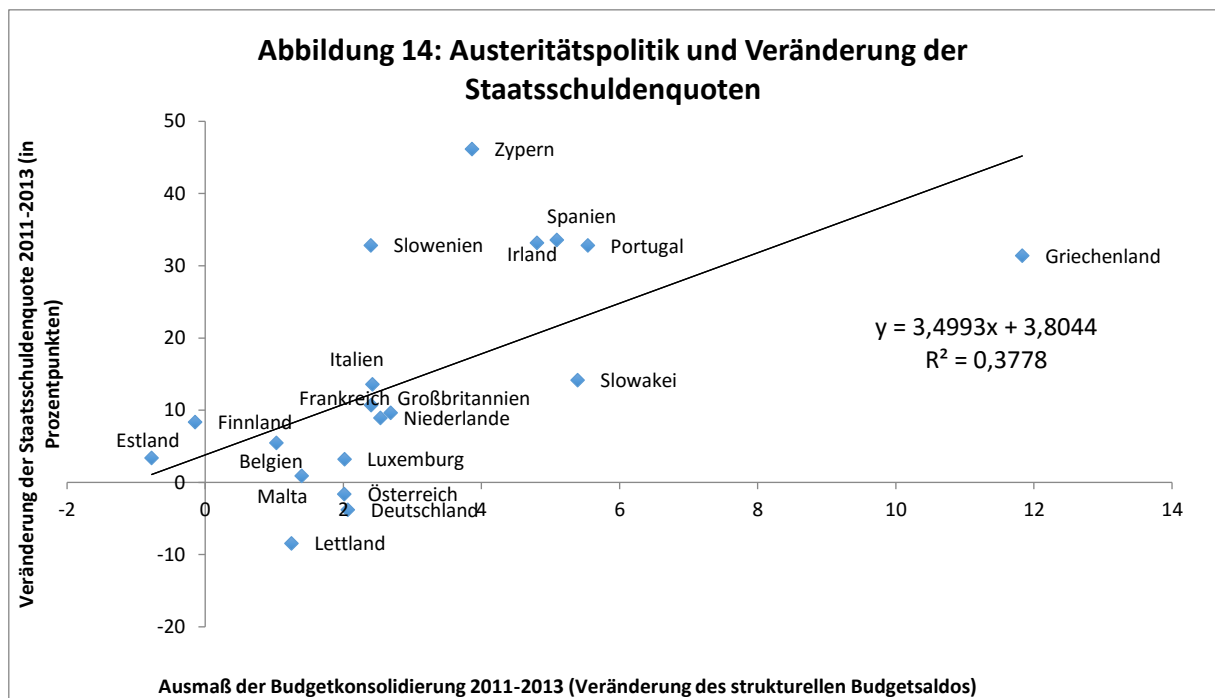
Daten: AMECO (Stand: 3.5.2016).

Tatsächlich erlebten jene Eurozonenländer, die zwischen 2010 und 2014 die intensivste Austeritätspolitik betreiben mussten, auch die größten Anstiege in ihren Staatsschuldenquoten. Dies veranschaulicht Abbildung 14: Die horizontale Achse misst das Ausmaß der fiskalischen Konsolidierung als Veränderung des strukturellen Budgetsaldos und die vertikale Achse bildet die Veränderung der Staatsschuldenquoten ab. Es besteht ein starker Zusammenhang zwischen Austeritätspolitik und der Schuldendynamik im öffentlichen Sektor: Länder, die mehr konsolidierten, erlebten größere Anstiege in der Staatsschuldenquote; und weniger konsolidierende Länder verzeichneten eine gedämpfte Entwicklung der Staatsverschuldung.

Die Erklärung für den aus Abbildung 14 abzulesenden Zusammenhang, der scheinbar ein Paradox darstellt, ist jedoch naheliegend: Die Austeritätspolitik führte zu deutlich stärkeren Nachfrage- und Wachstumsrückgängen als EU- Kommission, IWF und die EZB erwartet hatten. Der Internationale Währungsfonds räumte bereits im Herbst 2012 ein, dass die systematisch zu optimistischen Wachstumsprognosen für die Eurozone auf einer Unterschätzung der negativen Wachstumseffekte der Budgetkonsolidierungsmaßnahmen beruhten (IWF, 2012; IEO, 2014). In anderen Worten: Der IWF hatte, ebenso wie die Europäische Kommission, die Höhe der Fiskalmultiplikatoren zu gering veranschlagt (Blanchard, Leigh, 2013).

Die problematische Wachstumsentwicklung führte in der Peripherie der Eurozone zu weiteren Anstiegen in den Staatsschuldenquoten: zum einen durch einen Rückgang des nominellen BIP; zum anderen, weil die Wachstums- und Beschäftigungskrise die Steuereinnahmen zurückgehen und die Sozialausgaben erhöhte, was sich negativ auf den Finanzierungssaldo der öffentlichen Hand auswirkte. Ein Großteil des Anstiegs der Staatsverschuldung in der Peripherie der Eurozone ist somit eine direkte Folge der Krise (Sandbu, 2015, S. 136).

Da die Staatsschuldenquoten am Bruttoinlandsprodukt gemessen werden, verschlimmerte die nicht zuletzt mit dem Zurückgewinnen des „Vertrauens der Finanzmärkte“ gerechtfertigte Austeritätspolitik die Verschuldungssituation weiter. Die Konsolidierungsmaßnahmen verschärften die makroökonomischen Probleme durch Nachfragerückgänge und lösten so im Euroraum eine Schuldendeflationsspirale aus – gekennzeichnet durch sehr niedrige Inflation und steigende reale Schuldenlast (z.B. Zezza, 2012; Mastromatteo, Rossi, 2015; Frangakis, 2015).



Daten: Europäische Kommission (AMECO, 3.5. 2016); eigene Berechnungen. Die EU-Kommission stellt keine Daten zum strukturellen Budgetsaldo für die USA bereit; deshalb sind die USA nicht Bestandteil der Ländergruppe.

### 3.6 Zusammenfassung: Fiskalpolitische Fehler nach der Finanzkrise

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die oben dargestellte ökonomische Fachliteratur in den letzten Jahren empirische Evidenz zugunsten gefördert hat, auf deren Grundlage die restriktive Fiskalpolitik in weiten Teilen der Eurozone als zentraler Erklärungsfaktor für die schwache Erholung des Euroraums von der Finanz- und Wirtschaftskrise identifiziert wird. Namhafte Ökonomen haben auf dieser Forschungsgrundlage auch in der Öffentlichkeit wiederholt argumentiert, dass die simultane, einseitige Ausrichtung auf Austeritätspolitik in einem Großteil der Eurozonenländer eine zentrale wirtschaftspolitische Fehlentscheidung darstellt (z.B. Krugman, 2013b; Stiglitz, 2014). Der IWF fordert – auf der Grundlage der Forschung von IWF-Ökonomen zur Höhe der Fiskalmultiplikatoren (IWF, 2012; Blanchard, Leigh, 2013) – seit längerem ein Abgehen von der Austeritätspolitik in Europa. Dabei empfiehlt der IWF vor allem für die Kernländer der Eurozone mit erheblichen Leistungsbilanzüberschüssen und fiskalpolitischem Spielraum – allen voran Deutschland –, dass diese eine expansive Fiskalpolitik

betreiben sollten, um die Konjunktur in der Eurozone zu unterstützen, den Deflationskräften entgegenzuwirken und den Abbau von makroökonomischen Ungleichgewichten voranzutreiben (IWF, 2014; Elekdag, Muir, 2014; Gaspar et al., 2016).

Im Falle Großbritanniens weisen Austeritäts-KritikerInnen darauf hin, dass die Austeritätspolitik vor allem in den ersten beiden Jahren der Cameron-Regierung die Wirtschaftsleistung der britischen Wirtschaft erheblich nach unten gedrückt habe, sodass also die Erholung deutlich rascher verlaufen wäre, wenn ein weniger restriktiver fiskalpolitischer Kurs eingeschlagen worden wäre (z.B. Sawyer, 2012; Krugman, 2015b; Wren-Lewis, 2015c). Und auch für die USA wird die restriktive Fiskalpolitik ab 2011 auf der Ebene der einzelnen Bundesstaaten und Kommunalverwaltungen problematisiert, weil diese der Erreichung von Vollbeschäftigung im Wege gestanden habe (z.B. Krugman, 2013c; Bivens, 2016; Nikiforos, 2016). Nichtsdestotrotz ist zu konstatieren, dass die USA seit der Finanzkrise eine zumindest mild-expansive Fiskalpolitik betrieben haben; und selbst der im Verlauf 2008-2014 insgesamt neutrale fiskalpolitische Kurs Großbritanniens (Stockhammer et al., 2016) war einer fortgesetzten wirtschaftlichen Erholung von der Finanzkrise weniger abträglich als die simultanen fiskalischen Konsolidierungsmaßnahmen in den Eurozonenländern: Die Troika-Auflagen zur Umsetzung von einschneidenden Konsolidierungsmaßnahmen und Deregulierungsmaßnahmen an den Arbeitsmärkten trafen die krisengeschüttelten Peripherieländer hart (z.B. Sapir et al., 2014; Kentikelenis, 2016; De Grauwe, Ji, 2013a). Die anderen Eurozonenländer mussten aufgrund der oben beschriebenen Verschärfungen des EU-Fiskalregelwerks ab 2011 ebenfalls gesamtstaatliche Haushaltspläne vorlegen, die mit dem restriktiven fiskalpolitischen Kurs der Europäischen Kommission konsistent sind.

Kürzungen von Arbeitslosengeld und anderen Sozialausgaben führten in den Krisenjahren zudem zu einer Schwächung der automatischen Stabilisatoren, was eine Absicherung der verfügbaren Einkommen erschwerte (De Grauwe, Ji, 2014b). Ausgabenseitig ist die Wirkung automatischer Stabilisatoren durch den Umfang sozialer Transferleistungen bestimmt. Im Steuer- und Transfersystem haben die automatischen Stabilisierungseffekte der öffentlichen Haushalte einen zentralen Beitrag zur Abfederung der Krise geleistet, weil sie eine Stabilisierung der Einkommen in Krisenzeiten ermöglichten (z.B. IWF, 2015; Eichengreen, 2015, S. 349). Laut Dolls et al. (2012) waren die automatischen Stabilisatoren in Südeuropa auch vor der Krise im europäischen Vergleich relativ gering; die Austeritätspolitik hat sie durch die Kürzung von Sozialausgaben jedoch weiter geschwächt, was in zukünftigen Wirtschaftskrisen die Stabilisierung der Wirtschaft über die Nachfrageseite schwieriger machen wird.



## 4. SCHLUSSFOLGERUNGEN UND WIRTSCHAFTSPOLITISCHE IMPLIKATIONEN

Die Budgetpolitik der USA führte nach der Finanzkrise – in Kombination mit einer konsequenten Niedrigzinspolitik der amerikanischen Zentralbank – zu vorteilhafteren Wachstums- und Beschäftigungsergebnissen als der weitgehend restriktive wirtschaftspolitische Mix in der Eurozone. Dies ist die zentrale Schlussfolgerung aus den in dieser Studie entwickelten Argumenten, basierend auf einer überblicksartigen Darstellung der internationalen Fachliteratur zu den Effekten des geld- und fiskalpolitischen Kurses in der Eurozone, den USA und in Großbritannien für die Zeit nach dem Ausbruch der globalen Finanzkrise. Auch die amerikanische und die britische Wirtschaft erholten sich im historischen Vergleich nur schleppend von der Finanzkrise (z.B. Blecker, 2016; Haldane, 2016); ihre bessere Wachstums- und Beschäftigungs-Performance im Vergleich zur Eurozone geht jedoch maßgeblich auf eine expansivere (bzw. weniger restriktive) Mischung aus Geld- und Fiskalpolitik zurück.

Dass sich die Eurozone insbesondere in den Jahren 2010-2014 in Sachen Wirtschaftswachstum und Arbeitslosigkeit deutlich schwächer entwickelte als die USA und Großbritannien, kann auf zentrale wirtschaftspolitische Fehler europäischer EntscheidungsträgerInnen in diesen Jahren zurückgeführt werden. Sie führten dazu, dass eine Erholung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage in weiten Teilen der Eurozone ausblieb. Zum einen zeigte die Studie in Bezug auf die Geldpolitik, dass die amerikanische und britische Zentralbank zwischen 2008 und 2014 ihre Volkswirtschaft jeweils mit deutlich mehr monetärem Stimulus unterstützten als dies in der Eurozone der Fall war (Kang et al., 2015; Mody, 2014; Bibow, 2015). Zudem verabsäumte es die EZB bis zum Sommer 2012, ihre Rolle als „Kreditgeberin letzter Instanz“ für Staaten wahrzunehmen, was erhebliche Instabilitäten an den Finanzmärkten zur Folge hatte, wobei höhere Staatsanleihezinsen den fiskalpolitischen Handlungsspielraum zur Bekämpfung der Krise in ohnehin bereits stark mitgenommenen Eurozonenländern weiter einschränkten (z.B. Kelton, Wray, 2009; De Grauwe, 2012; De Grauwe, Ji, 2013b).

Zum anderen ist auf Seiten der Fiskalpolitik festzustellen, dass die Eurozone – insbesondere in den Peripherieländern Griechenland, Portugal, Irland und Spanien – ab 2011 durch eine Verschärfung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes und dessen restriktive Auslegung einschneidende Konsolidierungsmaßnahmen zu bewältigen hatte (siehe Kapitel 3). Die Austeritätspolitik entfaltete besonders ausgeprägte negative Wachstums- und Beschäftigungseffekte, weil den betroffenen Ländern aufgrund ihrer Eurozonenmitgliedschaft wirtschaftspolitische Optionen wie eine Währungsabwertung zur Kompensierung der negativen Nachfrageeffekte der Austeritätspolitik nicht zur Verfügung standen (z.B. Guajardo et al., 2014; Stockhammer et al., 2016). Die „Double-Dip“-Rezession, die nach dem dritten Quartal 2011 in der Eurozone begann, war maßgeblich durch die fiskalischen Konsolidierungsmaßnahmen verursacht (Heimberger, 2016; Wren-Lewis, 2015b). Zudem hat die Austeritätspolitik in weiten Teilen der Eurozone durch die Kürzung von Sozialausgaben die Wirkung der automatischen Stabilisatoren weiter geschwächt – jener Staatsausgaben und -einnahmen, die ohne Eingriffe des

Staates auf konjunkturelle Veränderungen reagieren und damit einen dämpfenden Effekt auf Schwankungen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ausüben. Die Schwächung der automatischen Stabilisatoren wird in zukünftigen Krisen die Stabilisierung der Einkommen weiter Teile der Bevölkerung schwieriger machen. Krisen fallen jedoch heftiger aus, wenn die automatische Stabilisierungsfunktion des Staates geschwächt ist (z.B. Eichengreen, S. 349; Minsky, 1986, S. 15-41).<sup>32</sup>

Gleichzeitig verabsäumte es die EZB ab dem Beginn der Konsolidierungspolitik, dem durch restriktive Fiskalpolitik verursachten Absinken der ökonomischen Aktivität in der Eurozone entschiedener entgegenzuwirken; die geldpolitischen Versäumnisse manifestieren sich in den verfrühten Zinserhöhungen im Jahr 2011 und im Ausbleiben von QE-Maßnahmen bis zum Beginn des Jahres 2015 (siehe Kapitel 2). Obgleich die EZB beispielsweise in Bezug auf das Bereitstellen von Liquidität für europäische Banken weit über das hinaus ging, was europäische ZentralbankerInnen vor der Krise für möglich gehalten hätten, so blieb ihre Geldpolitik doch lange Zeit weit hinter den Anforderungen der außergewöhnlichen Krisenumstände in der Eurozone zurück (z.B. Mody, 2014; Sandbu, 2015).

In der Eurozone herrschten in den letzten Jahren institutionelle und makroökonomische Rahmenbedingungen vor, unter denen die Austeritätspolitik besonders ausgeprägte negative Konsequenzen hatte. Um eine vollständige Erholung von der Finanzkrise zu unterstützen, hätten der IWF und die Europäische Kommission 2010/2011 insbesondere in Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen und größerem fiskalpolitischem Handlungsspielraum auf ausgeweitete Konjunkturprogramme drängen müssen, statt simultane Austeritätspolitik in der ganzen Eurozone zu fordern. Diesen folgeschweren Fehler hat mittlerweile auch der IWF eingeräumt (IEO, 2014). Die Mindestanforderung an eine gesamtwirtschaftlich orientierte Makropolitik hätte darin bestanden, eine weniger einschneidende, graduelle Budgetkonsolidierungsstrategie in der Peripherie zu wählen – kombiniert mit zusätzlichen fiskalpolitischen Stimulierungsmaßnahmen in Deutschland, Österreich und anderen Ländern mit fiskalpolitischem Spielraum, um die anhaltende wirtschaftliche Unterauslastung in der Eurozone zu bekämpfen und den Abbau makroökonomischer Ungleichgewichte voranzutreiben (Stockhammer, Sotiropoulos, 2014; De Grauwe, Ji, 2013a). Eine beschäftigungsfördernde Fiskalpolitik hätte zu einer rascheren, vollständigeren Erholung von der Finanzkrise geführt – insbesondere dann, wenn die EZB gleichzeitig ihre Rolle als Kreditgeberin letzter Instanz bereits vor dem Sommer 2012 wahrgenommen und insgesamt eine expansivere Geldpolitik betrieben hätte (nach dem Vorbild von Fed und Bank of England, siehe Kapitel 2).

Zudem ist zu bedenken, dass zusätzliches, durch expansive Fiskalpolitik ermöglichtes Wirtschaftswachstum die (zukünftigen) Steuereinnahmen erhöht und das angebotsseitige Wachstumspotential einer Volkswirtschaft anhebt. Dieses Argument haben nicht nur die renommierten amerikanischen Ökonomen Brad DeLong, Larry Summers (DeLong, Summers, 2012) und Jason Furman (Furman, 2016), sondern auch der Internationale Währungsfonds (IWF, 2014) gemacht. Aus dieser Perspektive

---

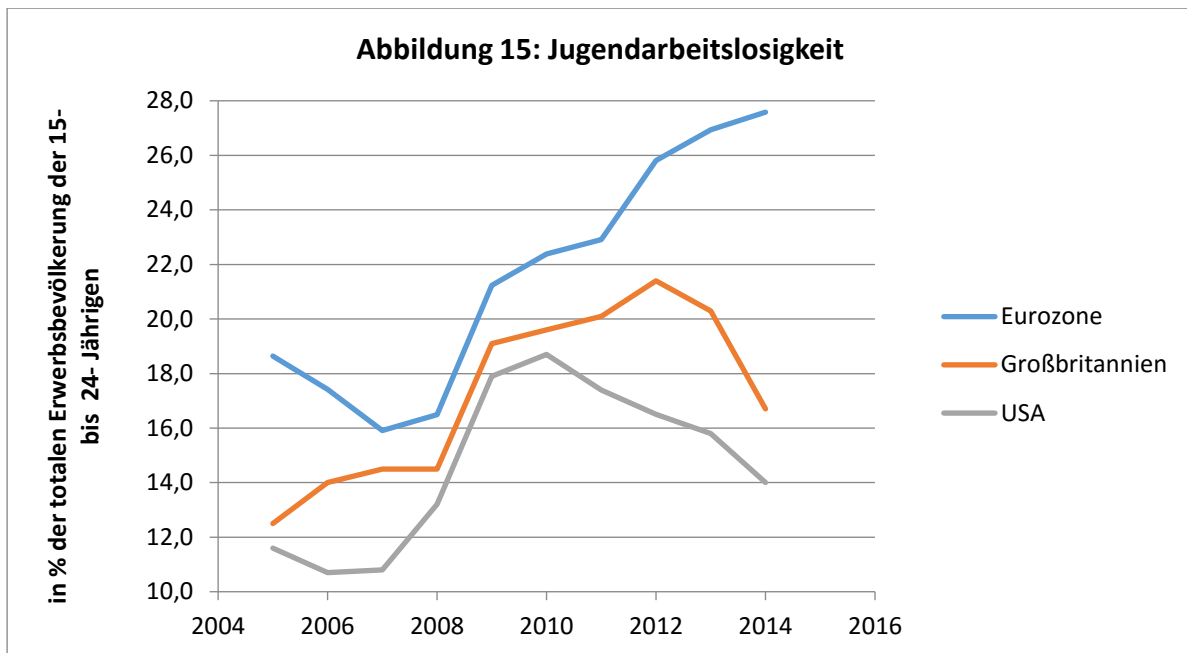
<sup>32</sup> Zu erwähnen ist, dass die automatischen Stabilisatoren in weiten Teilen der Eurozone stärker ausgeprägt sind als in den USA (Dolls et al., 2012). Dennoch haben auch in den USA die automatischen Stabilisatoren einen wichtigen Beitrag zur Abmilderung der Krise geleistet (z.B. Eichengreen, 2015).

hätten die positiven Effekte von weiteren fiskalischen Stimulierungsmaßnahmen ab 2010/2011 in mehreren Eurozonenländern unter den vorherrschenden makroökonomischen Rahmenbedingungen mittel- und langfristig das Abtragen der staatlichen Schuldenlast sogar erleichtert, wohingegen die Austeritätspolitik die Stabilisierung der Staatsschuldenquoten erschwerte (siehe Kapitel 3.3).

Als Folge der schwächeren Wachstumsentwicklung ist die wirtschaftliche Unterauslastung der Produktionsfaktoren in der Eurozone im Jahr 2016 höher als in den USA und in Großbritannien, wie offizielle Schätzungen des IWF und der Europäischen Kommission zur Outputlücke anzeigen: Für die Eurozone berechnet die Europäische Kommission aktuell für das Jahr 2016 eine Outputlücke von -1,1% des Produktionspotentials, was wirtschaftliche Unterauslastung bedeutet. Für die USA und Großbritannien weist die Kommission hingegen eine positive Outputlücke von 0,5% respektive 0,3% aus, was sogar auf Überhitzung schließen lassen würde.<sup>33</sup> Aus der schwächeren Nachfrage resultieren Hysterese-Effekte; denn die gesamtwirtschaftliche Nachfrage determiniert nicht nur kurzfristig das Output- und Beschäftigungsniveau, sondern beeinflusst auch langfristig das angebotsseitige Wachstums- und Beschäftigungspotential einer Volkswirtschaft (z.B. Sawyer, 2011): Aus der Entwertung von Anlagen und Maschinen sowie durch den Verlust von Fertigkeiten der Langzeit-Arbeitslosen entstanden in der Eurozone im Vergleich zu den USA und Großbritannien stärker ausgeprägt sogenannte negative Hysterese-Effekte (Ball, 2014) – mit den größten Langzeitfolge-Schäden in jenen Ländern, welche die intensivste Austeritätspolitik betrieben (Fatas, Summers, 2016). In diesem Zusammenhang ist auch die Entwicklung der Jugendarbeitslosigkeit relevant. Abbildung 15 zeigt, dass die Arbeitslosigkeit unter den 15-24-jährigen in der Eurozone seit 2009 deutlich stärker angewachsen ist als in den USA und Großbritannien, mit einem zweiten Anstieg im Zuge des „Double-Dip“ 2011. Im Jahr 2014 lag die Jugendarbeitslosenrate in der Eurozone bei 27,6%; in Großbritannien und den USA war sie mit 16,7% respektive 14,0% deutlich niedriger. Dass mehr junge Menschen in der Eurozone ohne Arbeit sind, könnte hohe langfristige gesamtwirtschaftliche Folgewirkungen haben, weil der Verlust an Fertigkeiten unter den betroffenen Jugendlichen das zukünftige wirtschaftliche Produktionspotential senkt.

---

<sup>33</sup> Es gibt jedoch gewichtige Argumente dafür, dass diese Outputlücken-Berechnungen das vorherrschende Ausmaß der Unterauslastung erheblich unterschätzen; siehe z.B. Heimberger (2014); Heimberger, Kapeller (2016).



Daten: World Bank, World Development Indicators (14.10.2016).

In den Arbeitslosenstatistiken von Eurostat scheinen derzeit mehr als 16 Millionen Menschen in der Eurozone als arbeitslos auf.<sup>34</sup> Die Arbeitslosenquote war in der Eurozone mit 10,1% zuletzt etwa doppelt so hoch wie in den USA und Großbritannien (siehe Abbildung 3). Zudem sind laut Daten der Europäischen Kommission aktuell etwa 78 Millionen Menschen in der Eurozone von Armut oder sozialer Ausgrenzung bedroht.<sup>35</sup> Aktuelle akademische Forschung verweist in diesem Zusammenhang darauf, dass die nach der globalen Finanzkrise betriebene Austeritätspolitik in weiten Teilen Europas nicht nur negative Wachstums- und Beschäftigungseffekte, sondern auch erhebliche Verteilungseffekte hatte: Fiskalische Konsolidierungsmaßnahmen erhöhten die Ungleichheit der Einkommensverteilung und die Langzeitarbeitslosigkeit (Woo et al., 2013; Ball et al., 2013; OECD, 2015; Schneider et al., 2016). Der Rückbau sozialstaatlicher Sicherungssysteme traf die von Arbeitslosigkeits- und Armutsrisiken am meisten betroffenen Bevölkerungsgruppen am härtesten; in der Folge nahmen soziale Ausgrenzung und eine Reihe gesundheitlicher Probleme zu (z.B. Antonakakis, Collins, 2015; Kentikelenis et al., 2014; Kentikelenis, 2015; Stuckler, Basu, 2013).

Vor dem Hintergrund der geld- und wirtschaftspolitischen Fehler der letzten Jahre ist in der Eurozone eine Umkehr der negativen Pfadentwicklung von Wachstum und Beschäftigung erforderlich. Dies kann nur durch einen Mix aus expansiver Geld- und Fiskalpolitik erreicht werden. Für die Eurozone bedeutet dies im Speziellen, dass in erster Linie ein fiskalpolitischer Kurswechsel erforderlich ist, der eine koordinierte Ausweitung öffentlicher Investitionen zur Ankurbelung von Wachstum und Beschäftigung bringt. Dabei müssten jene Länder mit besonders kräftiger Investitionsinitiative vorangehen, welche den größten fiskalpolitischen Handlungsspielraum haben; vor allen Deutschland, aber auch

<sup>34</sup> Daten: Eurostat (12.10.2016).

<sup>35</sup> Daten: Eurostat (12.10.2016).

Österreich, die Niederlande und andere Kernländer.<sup>36</sup> Die genannten Länder weisen markante Leistungsbilanzüberschüsse auf (vor allem Deutschland und die Niederlande, aber in geringerem Ausmaß auch Österreich). Diese Überschüsse reflektieren nicht nur eine starke Export-Performance, sondern auch schwache inländische Nachfrage, die durch mehr öffentliche Investitionen angekurbelt werden könnte.

Eine koordinierte Ausweitung der öffentlichen Investitionen würde – neben den positiven Wachstums- und Beschäftigungsimpulsen für die Eurozone (in't Veld, 2016) – auch zum Abbau bestehender makroökonomischer Ungleichgewichte in der Eurozone beitragen (z.B. Elekdag, Muir, 2014; den Haan et al., 2016). Die makroökonomischen Rahmenbedingungen sind für eine Investitionsoffensive der Eurozonenländer angesichts schwachen Wirtschaftswachstums, anhaltend hoher Arbeitslosigkeit und dem vorliegenden Deflationsdruck äußerst günstig. Dazu kommt, dass die Finanzierungskosten für öffentliche Investitionen im Moment äußerst gering sind, weil die Zinsen auf langfristige Staatsanleihen in vielen Eurozonenländern auf historischen Tiefstständen liegen.

Die Erhöhung der öffentlichen Investitionen in Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen sollte mit einer neuen europäischen Industriepolitik-Agenda für die Peripherieländer der Eurozone kombiniert werden, die darauf abzielt, die wirtschaftliche Konvergenz zwischen den Mitgliedsländern des Währungsraumes zu stärken. Das restriktive EU-Fiskalregelwerk übt jedoch weiterhin Kürzungsdruck auf die öffentlichen Investitionen aus. Dementsprechend wären Änderungen der kontraproduktiven Fiskalregeln erforderlich, insbesondere im Hinblick auf die Umsetzung der „goldenen Regel der Budgetpolitik“, derzufolge öffentliche Neuverschuldung stets im Ausmaß der öffentlichen Investitionen erlaubt sein muss (Truger, 2016).

Auch wenn die EZB in den Jahren 2008-2014 für ihre zögerliche Geldpolitik vielfach kritisiert worden ist (siehe Kapitel 2), so steht sie seit 2015 mit ihren Versuchen, mittels Quantitative Easing und anderen unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen Wachstum, Beschäftigung und Inflation anzuheizen allein auf weiter Flur. Die Fiskalpolitik liefert ihrerseits keine ausreichenden Stimulierungsimpulse. Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB reichen jedoch nicht aus, um die Währungsunion langfristig zu stabilisieren und die makroökonomischen Probleme zu lösen. Expansive Fiskalpolitik ist aus keynesianischer Sicht notwendig, um in der Eurozone den Teufelskreis aus schwachem Wachstum, niedriger Inflation und steigender realer Schuldenlast zu durchbrechen (Koo, 2015; Mastromatteo, Rossi, 2015; Zezza, 2012). Ohne fiskalpolitische Unterstützung wird die Niedrigzinspolitik der EZB keine erheblichen positiven Effekte auf die Realwirtschaft haben; deswegen müssen expansive Fiskal- und Geldpolitik Hand in Hand gehen, um die anhaltend hohe Arbeitslosigkeit in weiten Teilen der Eurozone abbauen zu können.

---

<sup>36</sup> Laut aktueller Forschung der Europäischen Kommission würden mehr öffentliche Investitionen in diesen Kernländern auch positive Spillover-Effekte auf andere Teile des Euroraumes haben (in't Veld, 2016).

## 5. LITERATUR

Alesina, A.; Barbiero, O.; Favero, C.; Giavazzi, F.; Paradisi, M. (2015): Austerity in 2009-2013, NBER Working Papers No. 20827.

Antonakakis, N.; Collins, A. (2015): The Impact of Fiscal Austerity in Suicide Mortality: Evidence across the 'Eurozone Periphery', *Social Science & Medicine*, 145, 63-78.

Arestis, P. (2012): Fiscal Policy: a strong macroeconomic role, *Review of Keynesian Economics*, Inaugural Issue, 93-108.

Ball, L.; Furceri, D.; Leigh, D.; Lounganis, P. (2013): The Distributional Effects of Fiscal Consolidation, IMF Working Paper 13/151.

Ball, L. (2014): Long-term damage from the Great Recession in OECD countries. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 11, 149-160.

Batini, N.; Eyraud, L.; Forni, L.; Weber, A. (2014): Fiscal Multipliers: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections, IMF Technical Notes and Manuals (September 2014).

Beckworth, D. (2016): The Monetary Policy Origins of the Eurozone Crisis, Mercatus Working Paper June 2016.

Berghahn, V.; Young, B. (2013): Reflections on Werner Bonefeld's 'Freedom and the Strong State: On German Ordoliberalism' and the Continuing Importance of the Ideas of Ordoliberalism to Understand Germany's (Contested) Role in Resolving the Eurozone Crisis, *New Political Economy*, 18(5), 768-778.

Bibow, J. (2004): Reflections on the current fashion for central bank independence, *Cambridge Journal of Economics*, 28(4), 549-576.

Bibow, J. (2013): At the crossroads: the euro and its central bank guardian (and saviour?), *Cambridge Journal of Economics*, 37, 609-626.

Bibow, J. (2015): The euro's savior? Assessing the ECB's crisis management performance and potential for crisis resolution, IMK Study No. 42 (June 2015).

Bivens, J. (2016): Mission still not accomplished. To reach full employment we must move fiscal policy from austerity to stimulus, *Economic Policy Institute Blog* (March 16<sup>th</sup> 2016), <http://www.epi.org/publication/mission-still-not-accomplished-to-reach-full-employment-we-need-to-move-fiscal-policy-from-austerity-to-stimulus/> [zuletzt abgerufen am 1.9. 2016].

Blanchard, O. and Leigh, D. (2013): Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers. IMF Working Papers No. 13/1.

- Blecker, R. (2016): The US economy since the crisis: slow recovery and secular stagnation, Working Paper March 2016, <http://fs2.american.edu/blecker/www/research/Blecker-stagnation-rev-Mar2016.pdf> [zuletzt abgerufen am 1.9. 2016].
- Blyth, M. (2013): *Austerity. The History of a Dangerous Idea*, Oxford: Oxford University Press.
- Blinder, A.; Zandi, M. (2015): The Financial Crisis: Lessons for the Next One, Report by the Center on Budget and Policy Priorities (October 2015)
- BLS, Bureau of Labor Statistics (2016): Economic News Release, BLS publication (3.6.2016), <http://www.bls.gov/news.release/empsit.t01.htm> (zuletzt abgerufen am 30.6.2016)
- Bofinger, P. (2016): German macroeconomics: the long shadow of Walter Eucken, in: Bratsiotis, G.; Cobham (ed.) (2016): *German macro: how it's different and why that matters*, Wien: European Policy Centre, 8-19.
- Braun, B. (2015): Governing the future: the European Central Bank's expectation management during the Great Moderation, *Economy and Society*, 44(3), 367-391.
- Braun, B. (2016): The financial consequences of Mr. Draghi? Infrastructural power and the rise of market-based (central) banking, *FEPS Studies*, September 2016.
- Carnot, N.; de Castro, F. (2015): The discretionary fiscal effort: an assessment of fiscal policy and its output effect. *European Economy - Economic Papers* 543, Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission.
- CBO, Congressional Budget Office (2013): The Budget and Economic Outlook 2013: Fiscal Years 2013 to 2023, <http://www.cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/attachments/43907-BudgetOutlook.pdf> (zuletzt abgerufen am 30.6.2016)
- CBO, Congressional Budget Office (2014): The Budget and Economic Outlook 2014: Fiscal Years 2014 to 2024, [https://www.cbo.gov/sites/default/files/113th-congress-2013-2014/reports/45010-Outlook2014\\_Feb\\_0.pdf](https://www.cbo.gov/sites/default/files/113th-congress-2013-2014/reports/45010-Outlook2014_Feb_0.pdf)
- Chopra, A. (2015): The ECB's Role in the Design and Implementation of Crisis Country Programs: Ireland and Beyond, *European Parliament Policy Analysis*, November 2015.
- Christiano, L.; Eichenbaum, M.; Rebelo, S. (2011): When Is the Government Spending Multiplier Large? *Journal of Political Economy*, 119 (1), 78 – 121.
- Claessens, S. (2014): An Overview of Macroprudential Policy Tools, *IMF Working Paper* 14/214.
- De Grauwe, P. (2011): Only a More Active ECB Can Solve the Euro Crisis, *CEPS Policy Brief* No. 250.
- De Grauwe, P. (2012a): The Governance of a Fragile Eurozone, *Australian Economic Review*, 45, 255-268.

- De Grauwe, P. (2012b): The ECB Still Has To Become The Lender Of Last Resort, Social Europe (March 9<sup>th</sup> 2012), <http://www.socialeurope.eu/2012/03/the-ecb-still-has-to-become-a-lender-of-last-resort/> [zuletzt abgerufen am 13.9. 2016].
- De Grauwe, P.; Ji, Y. (2013a): From Panic-Driven Austerity to Symmetric Macroeconomic Policies in the Eurozone, *Journal of Common Market Studies*, 51, 31-41.
- De Grauwe, P.; Ji, Y. (2013b): Self-fulfilling crises in the Eurozone: An empirical test, *Journal of International Money and Finance*, 34,15-36.
- De Grauwe, P. (2014a): Economic Theories That Influenced the Judges of Karlsruhe, in: Christodoulakis, G. (2014): *Managing Risks in the European Periphery Debt Crisis*, Springer: Berlin, 101-107.
- De Grauwe, P.; Ji, Y. (2014b): How Much Fiscal Discipline in a Monetary Union?. *Journal of Macroeconomics*, 39, 348-360.
- De Grauwe, P.; Ji, Y. (2015): Correcting for the Eurozone Design Failures: The Role of the ECB, *Journal of European Integration*, 37(7), 739-754.
- De Grauwe, P. (2016): The ECB grants debt relief to all Eurozone nations except Greece, VoxEU (May 13<sup>th</sup> 2016), <http://voxeu.org/article/ecb-grants-debt-relief-all-eurozone-nations-except-greece> [zuletzt abgerufen am 30.9. 2016].
- Dellepiane-Avellaneda, S. (2015): The Political Power of Economic Ideas: The Case of 'Expansionary Fiscal Contractions', *The British Journal of Politics and International Relations*, 17, 391-418.
- DeLong, B.; Summers, L. (2012): Fiscal Policy in a Depressed Economy. *Brookings Papers on Economic Activity*, 44 (1/Spring), 233–297.
- den Haan, W.; Ellison, M.; Ilzetzki, E.; McMahon, M.; Reis, R. (2016): The danger of Germany's current account surpluses: Results of the CFM and CEPR Survey, VoxEU (27.10. 2016), <http://voxeu.org/article/danger-germanys-current-account-surpluses-results-cfm-and-cepr-survey> [zuletzt abgerufen am 29.10. 2016].
- Dolls, M.; Fuest, C.; Peichl, A. (2012): Automatic stabilizers and economic crisis: US vs. Europe, *Journal of Public Economic*, 96(3), 279-294.
- Draghi, M. (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]
- ECFIN (2013). *Building a Strengthened Fiscal Framework in the European Union: A Guide to the Stability and Growth Pact* (European Economy – Occasional Papers 150).
- Eichengreen, B. (2015): *Die großen Crashes 1929 und 2008. Warum sich Geschichte wiederholt*. FinanzBuch Verlag: München.



Elekdag, S.; Muir, D. (2014): Das Public Kapital: How Much Would Higher German Public Investment Help Germany and the Euro Area?, IMF Working Paper 14/227.

Engen, E.; Laubach, T.; Reifschneider, D. (2015): The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies, Finance and Economics Discussion Series 2015-005.

Europäische Kommission (2012): European Economic forecast - Spring 2012. European Economy – 1/2012.

Fatas, A.; Summers, L. (2016): The Permanent Effects of Fiscal Consolidations, NBER Working Paper 22374.

Featherstone, K. (2015): External conditionality and the debt crisis: the 'Troika' and public administration reform in Greece, Journal of European Public Policy, 22(3), 295-314.

Fisher, I. (1933): The Debt-Deflation-Theory of Great Depressions, Econometrica, 1(4), 337-357

Fullwiler, S. (2013): An endogenous money perspective on the post-crisis monetary policy debate, Review of Keynesian Economics, 1(2), 171-194.

Furman, J. (2016a): The New View of Fiscal Policy and Its Application, Rede von Jason Furman als Vorsitzender des Council of Economic Advisers von Barack Obama in New York (5.10. 2016), [https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/page/files/20161005\\_furman\\_suerf\\_fiscal\\_policy\\_cea.pdf](https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/page/files/20161005_furman_suerf_fiscal_policy_cea.pdf) [zuletzt abgerufen am 29.10. 2016].

Furman, J. (2016b): The United States and Europe: Short-Run Divergence and Long-Run Challenges, Remarks at Bruegel May 11th 2016), <http://bruegel.org/wp-content/uploads/2016/05/The-United-States-and-Europe-Short-Run-Divergence-and-Long-Run-Challenges-Jason-Furman.pdf> [zuletzt abgerufen am 1.9. 2016].

Gaspar, V.; Obstfeld, M.; Sahay, R. (2016): Macroeconomic Management When Policy Space Is Constrained: A Comprehensive, Consistent, and Coordinated Approach to Economic Policy, IMF Staff Discussion Note 16/09.

Gechert, S.; Rannenberg, A. (2014): Are Fiscal Multipliers Regime-Dependent? A Meta Regression Analysis. IMK Working Paper 139/2014, IMK at the Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute.

Gechert, S.; Hallett, A.; Rannenberg, A. (2015): Fiscal multipliers in downturns and the effects of Eurozone fiscal consolidation. Center for Economic Policy Research Policy Insight 79.

Gros, D. (2015): Countries Under Adjustment Programmes: What Role for the ECB?, European Parliament Policy Analysis, November 2015.

Guajardo, J.; Leigh, D.; Pescatori, A. (2014): Expansionary Austerity? International Evidence, Journal of the European Economic Association, 12(4), 949-968.

Haldane, A. (2016): Whose Recovery?, Speech given by the Bank of England's Chief Economist An-

drew Haldane (June 30<sup>th</sup> 2016), <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2016/speech916.pdf> [zuletzt abgerufen am 1.9. 2016].

Hausken, K.; Ncube, M. (2013): Quantitative Easing and Its Impact in the US, Japan, the UK and Europe, Springer: Berlin.

Heimberger, P. (2014): Das strukturelle Defizit: Methodische Probleme und politische Implikationen, *Momentum Quarterly*, 3(3), 125-148.

Heimberger, P. (2016): Did Fiscal Consolidation Cause the Double Dip Recession in the Euro Area?, *wiiw Working Paper No. 130* (Oktober 2016).

Heimberger, P.; Kapeller, J. (2016): The performativity of potential output: Pro-cyclicality and path dependency in coordinating European fiscal policies, *ICAE Working Paper No. 50*.

Hermann, C. (2014): Crisis, structural reform and the dismantling of the European Social Model(s), *Economic and Industrial Democracy*, published online before print (December 2014), 1-14.

Holland, D.; Portes, J. (2012): Self-defeating austerity?, *National institute economic review*, 222, F4–F10.

Horn, G. (2015): *Wirtschaftliche Krisen bewältigen: Neue Erkenntnisse aus den jüngsten Krisen*, Berlin: Springer Gabler.

IEO, Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund (2014): *IMF Response to the Financial and Economic Crisis: An IEO Assessment*, *Untersuchungsbericht* (veröffentlicht am 8.10. 2014), <http://www.ieo-imf.org/ieo/files/completedevaluations/Full%20Text%20of%20the%20Main%20Report.pdf> [zuletzt abgerufen am 28.10. 2016].

ILO, International Institute for Labor Studies (2011): *A review of global fiscal stimulus*, *Discussion Paper Series No. 5*.

In 't Veld, J. (2013): *Fiscal consolidations and spillovers in the Euro area periphery and core*. *European Economy - Economic Papers 506*, Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission.

In 't Veld, J. (2016): *Public Investment Stimulus in Surplus Countries and Their Euro Area Spillovers*, *European Economy – Economic Brief 016*.

Issing, O. (2012): *Wie wir den Euro retten und Europa stärken*. Prof. Otmar Issing im Gespräch mit Andreas G. Scholz, Börsenbuchverlag: Kulmbach.

IWF, Internationaler Währungsfonds (2009): *Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis*, *IMF Staff Position Note 09/13*.

IWF, Internationaler Währungsfonds (2010): *Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation*, *World Economic Outlook October 2010*, 93-124.

IWF, Internationaler Währungsfonds (2012): *Coping with High Debt and Sluggish Growth*, *World Economic Outlook*, October 2012, 41-43.

IWF, Internationaler Währungsfonds (2014): Is It Time For An Infrastructure Push? The Macroeconomic Effects of Public Investment, IMF World Economic Outlook October 2014, 75-114.

IWF, Internationaler Währungsfonds (2015): Can Fiscal Policy Stabilize Output?, Fiscal Monitor April 2015, 21-48

Jorda, O.; Taylor, A. (2016): The Time for Austerity: Estimating the Average Treatment Effect of Fiscal Policy. The Economic Journal, 126 (February), 219-255.

Joyce, M.; Tong, M.; Woods, R. (2011): The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact, Bank of England Quarterly Bulletin, 2011/3, 200-212.

JRF, Joseph Rowntree Foundation (2012): Monitoring poverty and social exclusion 2012, Joseph Rowntree Foundation Report (November 2012).

Kang, J.; Shaumbaugh, J. (2014): Progress Towards External Adjustment in the Euro Area Periphery and the Baltics, IMF Working Paper 14/131.

Kang, D.; Ligthart, N.; Mody, A. (2015): The European Central Bank: Building a Shelter in a Storm, Griswold Center for Economic Policy Studies Working Paper No. 248 (December 2015).

Kelton, S.; Wray, R. (2009): Can Euroland survive?, Levy Economics Institute Public Policy Brief No. 106.

Kentikelenis, A.; Karanikolos, M.; Reeves, A.; McKee, M.; Stuckler, D. (2014): Greece's health crisis: from austerity to denialism, Lancet, 383, 748-753.

Kentikelenis, A. (2015): Bailouts, austerity and the erosion of health coverage in Southern Europe and Ireland, The European Journal of Public Health, 25(3), 365-366.

Kentikelenis, A.; Stubbs, T.; King, L. (2016): IMF conditionality and development policy space, 1985-2014, Review of International Political Economy, 23(4), 543-582.

Khawiwada, S. (2009): Stimulus Packages to Counter Global Economic Crisis: A review, International Institute for Labour Studies Discussion Paper 196/2009.

Koo, R. (2013): Balance sheet recession as the "Other-Half" of macroeconomics. European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention, 10 (2), 136-157.

Koo, R. (2015): *The Escape From Balance Sheet Recession and the QE Trap*, Singapore: Johny Wiley & Sons.

Krishnamurthy, A.; Vissing-Jorgensen, A. (2011): The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy, Brookings Papers on Economic Activity, Fall 2011, 215-287.

Krugman, P. (2011a): Wild-Eyed Theorists in Pinstripes, New York Times Blog (26.10. 2011), <http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/10/26/wild-eyed-theorists-in-pinstripes/> [zuletzt abgerufen am 27.10. 2016].

- Krugman, P. (2011b): Why People Say „Eeh!“ When They Learn About the ECB, New York Times Blog (April 8th 2011), <http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/04/08/why-people-say-eeh-when-they-learn-about-the-ecb/> [zuletzt abgerufen am 1.9. 2016].
- Krugman, P. (2013a): Paul De Grauwe and the Rehn of Terror, New York Times blog (February 22nd 2013), <http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/02/22/paul-de-grauwe-and-the-rehn-of-terror/> [zuletzt abgerufen am 1.9. 2016].
- Krugman, P. (2013b): How The Case for Austerity Has Crumbled, The New York Review of Books (June 6th 2013), <http://www.nybooks.com/articles/2013/06/06/how-case-austerity-has-crumbled/> [zuletzt abgerufen am 1.9. 2016].
- Krugman, P. (2013c): More About US Austerity, New York Times blog (February 11th 2016), [http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/02/11/more-about-us-austerity/?\\_r=0](http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/02/11/more-about-us-austerity/?_r=0) [zuletzt abgerufen am 1.9. 2016].
- Krugman, P. (2015a): Ending Greece's Bleeding, New York Times (July 5th 2015), [http://www.nytimes.com/2015/07/06/opinion/paul-krugman-ending-greeces-bleeding.html?\\_r=1](http://www.nytimes.com/2015/07/06/opinion/paul-krugman-ending-greeces-bleeding.html?_r=1) [zuletzt abgerufen am 1.9. 2016].
- Krugman, P. (2015b): The Austerity Delusion, The Guardian (April 29th 2015), <http://www.theguardian.com/business/ng-interactive/2015/apr/29/the-austerity-delusion> [zuletzt abgerufen am 1.9. 2016].
- Lane, P. (2012): The European Sovereign Debt Crisis, Journal of Economic Perspectives, 26/3, S. 49-68.
- Lavoie, M. (2016): Understanding the global financial crisis: contributions of post-Keynesian economics, Studies in Political Economy, 97 (1), 58-75.
- Lee, J.; Laxton, D.; Kumhof, M.; Freedman, C. (2009): The Case for Global Fiscal Stimulus, IMF Staff Position Notes 2009/3.
- Mastromatteo, G.; Rossi, S. (2015): The economics of deflation in the euro area: a critique of fiscal austerity. *Review of Keynesian Economics*, 3, 336-350.
- Mazzolini, G.; Mody, A. (2014): Austerity Tales: the Netherlands and Italy, Bruegel Blog (October 26th 2014), <http://bruegel.org/2014/10/austerity-tales-the-netherlands-and-italy/> [zuletzt abgerufen am 1.9. 2016].
- Mian, A.; Sufi, A. (2014): House of Debt. How They (And You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It From Happening Again, University of Chicago Press: Chicago.
- Minsky, H. (1986): Stabilizing an Unstable Economy, Yale University Press: New Haven.
- Mody, A. (2014): The ECB must – and can – act, Bruegel Blog (May 6th 2014), <http://bruegel.org/2014/05/the-ecb-must-and-can-act/> [zuletzt abgerufen am 1.9. 2016].
- Mody, A. (2015): Living (Dangerously) Without A Fiscal Union, Bruegel Working Paper 2015/03.
- Mourre, G.; Astarita, C.; Princen, S. (2014): Adjusting the budget balance for the business cycle: the

EU methodology. European Economy - Economic Papers 536, Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission.

Nikiforos, M. (2016): The Recovery and Its Discontents, Blog Public Seminar (8.7. 2016), <http://www.publicseminar.org/2016/07/the-recovery-and-its-discontents/#.WBS6Dty7hsN> [zuletzt abgerufen am 29.10. 2016].

OECD (2014): United States. Tackling High Inequalities, Creating Opportunities For All, OECD-Veröffentlichung im Juni 2014, <https://www.oecd.org/unitedstates/Tackling-high-inequalities.pdf> [zuletzt abgerufen am 29.10. 2016].

OECD (2015): Income inequalities during the crisis and fiscal consolidation. In: OECD (2015): In it together: Why less inequality benefits all, S. 101-134.

Perotti, R. (2013): The "austerity myth": gain without pain?, in: Alesina, A.; Giavazzi, F. (2013): Fiscal Policy after the Financial Crisis, Chicago: University of Chicago Press, 307-354.

Pid, H. (2011): ECB: can a lender of last resort defuse Europe's liquidity timebomb?, The Guardian (7.11. 2011), <https://www.theguardian.com/business/2011/nov/07/can-ecb-defuse-europe-liquidity-timebomb> [zuletzt abgerufen am 31.10. 2016].

Qazizada, W.; Stockhammer, E. (2015): Government spending multipliers in contraction and expansion, International Review of Applied Economics, 29(2), 238-258.

Ramey, V. (2011): Can Government Purchases Stimulate the Economy?, Journal of Economic Literature, 49(3), 673-685.

Rannenberg, A.; Schoder, C.; Strasky, J. (2015): The macroeconomic effects of the Euro Area's fiscal consolidation 2011-2013: A Simulation-based approach. Central Bank of Ireland Research Technical Paper 03/RT/2015.

Rehn, O. (2012): Europe must stay the austerity course, Financial Times (December 10th 2012), <http://www.ft.com/cms/s/0/97b826e2-d7ab-11e0-a06b-00144feabdc0.html#axzz4J0ol0AS5> [zuletzt abgerufen am 1.9. 2016].

Reinhart, K.; Rogoff, C. (2009): This Time is Different. Princeton University Press: Princeton.

Romer, C.; Bernstein, J. (2009): The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan, Policy Brief January 9th 2009.

Sandbu, M. (2015): Europe's Orphan. The Future of the Euro and the Politics of Debt, Princeton: Princeton University Press.

Sapir, A.; Wolff, G.; de Sousa, C.; Terzi, A. (2014). *The Troika and financial assistance in the euro area: successes and failures* (Committee study on the request of the Economic and Monetary Affairs Committee, February 2014).

Saka, O.; Furtés, A.; Kalotychou, E. (2015): ECB Policy and Eurozone Fragility: Was De Grauwe Right?, Journal of International Money and Finance, 54, 168-185.

- Sau, L. (2015): Debt deflation worries: a restatement, *Review of Keynesian Economics*, 3(3), 279-294.
- Sawyer, M. (2011): Path dependency and the interdependences of demand and supply in macroeconomics, *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 8(2), 281-297.
- Sawyer, M. (2012): The tragedy of UK fiscal policy in the aftermath of the financial crisis, *Cambridge Journal of Economics*, 36, 205-221.
- Schäuble, W. (2011): Why Austerity is only cure for the Eurozone, *Financial Times* (September 5<sup>th</sup> 2011), <http://www.ft.com/cms/s/0/97b826e2-d7ab-11e0-a06b-00144feabdc0.html#axzz4J0oI0AS5> [zuletzt abgerufen am 1.9. 2016].
- Schneider, M.; Kinsella, S.; Godin, A. (2016): Redistribution in the age of austerity: evidence from Europe 2006-2013, *Applied Economics Letters*, in print.
- Stiglitz, J. (2014): Austerity has been an utter disaster for the Eurozone, *The Guardian* (October 1<sup>st</sup> 2014), <http://www.theguardian.com/business/2014/oct/01/austerity-eurozone-disaster-joseph-stiglitz> [zuletzt abgerufen am 1.9. 2016].
- Stockhammer, E.; Sotiropoulos, D. (2014): Rebalancing the Euro Area: The Costs of Internal Devaluation, *Review of Political Economy*, 26(2), 210-233.
- Stockhammer, E.; Qazizada, W.; Gechert, S. (2016): Demand Effects of Fiscal Policy Since 2008. *Kingston University London Economics Discussion Papers 2016-8*.
- Stuckler, D.; Basu, S. (2013): *The Body Economic: Why Austerity Kills*, London: Basic Books.
- Tokarski, P. (2016): Die Europäische Zentralbank als politischer Akteur in der Eurokrise. Mandat, Stellung und Handeln der EZB in einer unvollständigen Währungsunion, SWP-Studie, Juli 2016.
- Trichet, J. (2009): The external and internal dimensions of Europe's competitiveness, *Speech at the Institute of International and European Affairs (Dublin 2009)*.
- Trichet, J. (2010): Stimulate no more – it is now time for all to tighten, *Financial Times* (July 22<sup>nd</sup> 2010), <http://www.ft.com/cms/s/0/1b3ae97e-95c6-11df-b5ad-00144feab49a.html#axzz4J0oI0AS5> [zuletzt abgerufen am 1.9. 2016].
- Truger, A.; Will, H. (2012): Gestaltungsanfällig und pro-zyklisch: Die deutsche Schuldenbremse in der Detailanalyse, *IMK Working Paper 88*.
- Truger, A. (2016): Implementing the Golden Rule for Public Investment in Europe, *Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft Nr. 138*.
- Weber, A. (2007): Monetary policy in Europe: towards a European Central Bank and one European currency, *International Journal of Public Administration*, 18(10), 1513-1562.
- Weidmann, J. (2013): Chancen und Herausforderungen der Krise im Euro-Raum, Rede von Bundesbankpräsident Jens Weidmann in Paris (23.5.2013), [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2013/2013\\_05\\_23\\_weidmann.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2013/2013_05_23_weidmann.html) [zuletzt abgerufen am 1.9. 2016].

- Whelan, K. (2015): The ECB and Financial Assistance Programmes: Has ECB Acted Beyond its Mandate?, European Parliament Policy Analysis, November 2015.
- Woo, J.; Bova, E.; Kinda, T.; Zhang, S. (2013): Distributional Consequences of Fiscal Consolidation and the Role of Fiscal Policy: What Do the Data Say?, IMF Working Paper 13/195.
- Wray, R. (2012): Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems, Palgrave Macmillan: Basingstoke.
- Wren-Lewis, S. (2015a): Europe's other taboo: reform of the ECB, Mainly macro blog (November 11th 2015), <http://mainlymacro.blogspot.co.at/2015/11/europes-other-taboo-reform-of-ecb.html> [zuletzt abgerufen am 1.9. 2016].
- Wren-Lewis (2015b): We already have a simple and conventional story to explain the weak recovery, VoxEU (30.1.2015), <http://voxeu.org/article/fiscal-policy-explains-weak-recovery> (zuletzt abgerufen am 30.6.2016).
- Wren, Lewis, S. (2015c): The Austerity Con, London Review of Books, 37/4, S. 9-11, <http://www.lrb.co.uk/v37/n04/simon-wren-lewis/the-austerity-con> (zuletzt abgerufen am 30.6.2016).
- Wren-Lewis, S. (2015d): Why did Osborne not try to protect the recovery in 2010?, Mainly macro blog (January 13th 2015), <http://mainlymacro.blogspot.co.at/2015/01/why-did-osborne-not-try-to-protect.html> [zuletzt abgerufen am 1.9. 2016].
- Wren-Lewis, S. (2016): A general theory of austerity, Blatavnik School of Government (Oxford University) Working Paper 2016/014.
- Zeza, G. (2012): The impact of fiscal austerity in the Eurozone, Review of Keynesian Economics, Inaugural Issue, 37-54.

**Der direkte Weg zu unseren Publikationen:**

**E-Mail: [eu@akwien.at](mailto:eu@akwien.at)**

Bei Verwendung von Textteilen wird um Quellenangabe und Zusendung eines Belegexemplares an die AK Wien, Abteilung EU und Internationales, ersucht.

**Impressum**

Medieninhaber: Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien,  
Prinz-Eugen-Straße 20–22, 1040 Wien, Telefon: (01) 501 65 0  
Offenlegung gem. § 25 MedienG: siehe [wien.arbeiterkammer.at/impressum](http://wien.arbeiterkammer.at/impressum)  
Zulassungsnummer: AK Wien 02Z34648 M  
ISBN: 978-3-7063-0644-7  
AuftraggeberInnen: AK Wien  
AutorInnen: Philipp Heimberger  
Grafik Umschlag und Druck: AK Wien  
Verlags- und Herstellungsort: Wien  
© 2016: AK Wien

**Stand November 2016**

**Im Auftrag der Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien**



**Gesellschaftskritische Wissenschaft: die Studien der AK Wien**

**Alle Studien zum Downloaden:**

**[wien.arbeiterkammer.at/service/studien](http://wien.arbeiterkammer.at/service/studien)**



ISBN 978-3-7063-0644-7