

---



---

## Helikoptergeld zur Überwindung der Wachstumsprobleme in Europa?

Rezension von: Adair Turner, *Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance*, Princeton University Press, Princeton 2015, 302 Seiten, gebunden, € 22,95; ISBN 978-0-691-16964-4.

---



---

Die Ursachen für die Krise 2008/09 liegen in einem rapiden Anstieg der Verschuldung des Privatsektors im Zusammenhang mit der ab den 1980er-Jahren einsetzenden Deregulierung eines an Komplexität, Größe und Instabilität gewinnenden Finanzsektors. Der in den Jahren nach der Finanzkrise bestehende Privatschuldenüberhang drückte die Wirtschaftsleistung nach unten und führte – im Zusammenhang mit einer weit hinter ihren Möglichkeiten zurückbleibenden geld- und fiskalpolitischen Stimulierungspolitik – zu anhaltend unzureichender Nachfrage, hoher Arbeitslosigkeit und in eine Schuldendeflationsspirale. Deshalb muss es wirtschaftspolitisch aktuell darum gehen, Optionen zu ergreifen, mit denen zusätzliche Nachfrage geschaffen werden kann, um die Arbeitslosigkeit abzubauen und den Deflationskräften entgegenzuwirken, die bereits voll Fahrt aufgenommen haben.

Was nach einer dezidiert heterodoxen Sichtweise auf die Entstehung der Krise und Möglichkeiten zu ihrer Überwindung klingt, ist der analytische Unterbau des vorliegenden Buches von Adair Turner, einem Technokraten mit langjähriger Erfahrung als Bankmanager und Finanzmarktregulierer. Turner

war von 2008 bis 2013 Vorsitzender der britischen Finanzmarktaufsichtsbehörde; zudem stand er dem zentralen Politikkomitee des „International Financial Stability Board“ vor. Somit war Turner, der mittlerweile am „Institute for New Economic Thinking“ aktiv ist, im Zuge der Finanzkrise eine Schlüsselfigur bei der Initiierung und Umsetzung von Reformen der Finanzmarkt-Regulierungsarchitektur.

Turner ist einer der wenigen „*Insider*“, welche den ökonomischen *Mainstream* vehement herausfordern. Zum einen, indem er offen davon spricht, dass die Aktivitäten der Finanzmärkte zu einem erheblichen Teil sozial schädlich waren; und zum anderen durch seine kritische Einschätzung zu den Finanzmarkt-Regulierungsbemühungen der letzten Jahre: „*[O]ur reforms failed to address the fundamental issues, and [...] we were wrong to assume that economies would recover if only we would restore confidence in the banking sector.*“ (S. xii)

### Aufgeblasener Finanzsektor, gefährliche Privatverschuldung

Turner gibt am Anfang des Buches unumwunden zu, dass er die Finanzkrise nicht hatte kommen sehen. Damit ist er zweifelsohne nicht alleine, denn der ökonomische *Mainstream* war nicht dazu in der Lage, die Verwerfungen an den Finanzmärkten und ihre realwirtschaftlichen Auswirkungen im Voraus auch nur als Möglichkeit zu erwägen. Der Grund dafür liegt, wie Turner in den ersten Kapiteln des Buches aufzeigt, zu erheblichem Teil in der ökonomischen Standardtheorie, welche die Existenz effizienter Finanzmärkte postuliert.

Der Glaube an die Selbstregulie-

rungskräfte der Finanzmärkte war auch die Grundlage dafür, dass Finanzmarktregulierungsbehörden, Zentralbanken und akademische ÖkonomenInnen davon ausgegangen waren, dass zunehmende Finanzmarktaktivitäten und innovative Finanzpraktiken (Verbriefung und Derivate) die Kapitalallokation verbessern: Das Finanzsystem mache die Wirtschaft nicht nur effizienter, sondern auch sicherer, was zu erheblichen sozialen Wohlfahrtsgewinnen führe.

Turner hält dagegen: Moderne Finanzsysteme, die weitgehend ihrer Selbstregulierung überlassen werden, kreieren exzessive Verschuldungspositionen im Privatsektor und besonders fragile Finanzmarktconstellations. Zur empirischen Untermauerung verweist er bspw. auf Reinhart und Rogoff (2013), die gezeigt haben, dass die Privatverschuldung gemessen an der Wirtschaftsleistung in entwickelten Volkswirtschaften vor allem von den 1980er-Jahren bis zur Finanzkrise stark angestiegen war. Zudem diskutiert Turner im Zahlendetail die zunehmende Komplexität, das explodierende quantitative Ausmaß und die Kreditintensität von Finanzmarktaktivitäten.

Ein wichtiges Beispiel sind Derivatprodukte, zu denen bspw. jene verbrieften, forderungsbesicherten Wertpapiere (*asset backed securities*) gehören, die maßgeblich zur Entwicklung der Finanzkrise 2008/2009 beitrugen:

*„Trading in derivatives played a minimal role in the financial system of 1980, but it now dwarfs the size of the real economy; from zero in 1980, the total notional value of outstanding interest rate derivative contracts had soared by 2007 to more than \$400 trillion, about nine times the value of global GDP.“* (S. 25)

Die Regulierungsverantwortlichen versuchten nicht, dieser steigenden Finanzkomplexität durch strengere Regulierungen entgegenzuwirken; denn sie hingen ja dem Glauben an, dass mehr und komplexere Finanzwirtschaft uneingeschränkt gut für die Wirtschaft sei. Die ersten Kapitel können vor diesem Hintergrund als prominentes *mea culpa* eines langjährigen Finanzmarkt- und Regulierungs-*Insiders* gelesen werden: Wir glaubten an die heilsamen Kräfte vollkommener Finanzmärkte, aber wir lagen falsch. Denn tatsächlich waren die Netto-Wohlfahrtseffekte stark steigender Finanzmarktaktivitäten deutlich negativ. Diese Erkenntnis ist in heterodoxen Kreisen, die sich schon lange mit den gesamtwirtschaftlichen Effekten von Finanzialisierung beschäftigen, natürlich nicht neu; aus der Feder Turners, der seit vielen Jahren ein prominentes Mitglied in Zentralbank- und Finanzbranchekreisen ist, erscheint sie jedoch durchaus als bemerkenswert.

Aus der Diagnose, dass ein zu hoher Bestand an Privatverschuldung das Hauptproblem darstellt, leitet Turner folgende Überlegungen ab: Erstens müssen Maßnahmen getroffen werden, die exzessives Kreditwachstum einschränken. Dabei bezieht er sich hauptsächlich darauf, was in Zentralbankkreisen als makroprudenzielle Regulierung diskutiert wird – ein Begriff, der bspw. höhere Eigenkapitalanforderungen für Finanzinstitutionen, striktere Kreditbeschränkungen bei der Finanzierung von Vermögenswerten und Mindeststandards für Hypothekendarlehen einschließt.

Zweitens müssen laut Turner jene Faktoren adressiert werden, welche die Neigung moderner Finanzsysteme zur Schaffung exzessiver Verschul-

dungspositionen erhöhen: kreditintensive Immobilienfinanzierung, steigende (Einkommens- und Vermögens-) Ungleichheit und globale Leistungsbilanzungleichgewichte.

Zum Thema Ungleichheit schreibt Turner: „*[There is] the danger that an increasingly unequal society means an increasingly credit-intensive economy, and as a result a potentially unstable one.*“ (S. 178) „*[...] If we fail to tackle inequality, we will face not only its direct adverse implications for social cohesion and human welfare, but its consequences for financial instability as well.*“ (S. 180) Eine tiefergehende Diskussion umsetzbarer Maßnahmenvorschläge, wie die Ungleichheit von Einkommen und Vermögen reduziert werden kann, bleibt Turner jedoch schuldig.

### **Schuldenüberhang und Wachstumsprobleme in Europa: Was tun?**

Turner argumentiert, dass die Hauptursache für die Tiefe der Rezession und für die schwache Erholung in den Jahren nach der Finanzkrise im Schuldenüberhang des Privatsektors liegt. Der Aufbau exzessiver privater Verschuldungspositionen zwang überschuldete Haushalte und KonsumentInnen in den letzten Jahren zum Schuldenabbau. Dies führte zu geringeren Konsumausgaben und einem Rückgang der von Unternehmen getätigten Investitionen – mit erheblichen negativen Auswirkungen auf die Budgetdefizite, weil der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage auch sinkende Steuereinnahmen und höhere Sozialausgaben mit sich brachte.

Alle traditionellen Politikhebel zur Ankurbelung der Nachfrage sind jedoch aktuell weitgehend blockiert, was ganz besonders auf die Eurozone zu-

trifft. Die Geldpolitik der EZB stößt seit Längerem an die Grenzen ihrer Effektivität. Zinssenkungen sind aufgrund der Nulluntergrenze für Nominalzinsen kaum mehr möglich; und die Wirksamkeit von verstärkter „Mengenmäßiger Lockerung“ (*Quantitative Easing*) zur Ankurbelung von Wachstum und Beschäftigung ist zweifelhaft. Zum einen, weil günstige Kreditkonditionen nicht helfen, wenn die weiterhin mit dem Schuldenabbau beschäftigten AkteurInnen im Privatsektor eine geringe Kreditnachfrage haben. Zum anderen, weil auch ein weiteres Absinken des Realzinsniveaus das Grundproblem der pessimistischen Erwartungen vieler UnternehmerInnen nicht löst, solange kein fiskalpolitischer Kurswechsel stattfindet. Das Instrument einer expansiven Budgetpolitik wiederum steht angesichts des rigiden EU-Fiskalregelwerks, das gerade in wirtschaftlich schwierigen Zeiten den Spielraum zur Tüchtigkeit öffentlicher Investitionen unnötig stark einschränkt, kaum zur Verfügung.

Dazu kommt, dass gerade Deutschland, das innerhalb der Eurozone wirtschaftlich eindeutig am besten dasteht und erheblichen fiskalpolitischen Spielraum hätte, jeglichen politischen Willen zur fiskalpolitischen Ankurbelung der Nachfrage vermissen lässt. Unter dem deutschen Finanzminister Wolfgang Schäuble ist aus der „schwarzen Null“ der öffentlichen Haushalte während der letzten Jahre nachgerade ein Fetisch gemacht worden. Vor dem Hintergrund des deutschen Spardogmas und des eingeschränkten budgetpolitischen Handlungsspielraumes in anderen Eurozoneländern wird die traditionelle Fiskalpolitik ihrer Aufgabe der dringend gebotenen Nachfragestimulierung in der Eurozone nicht gerecht.

### Turners Vorschlag: Helikoptergeld

Vor diesem Hintergrund von nur sehr eingeschränkt zur Verfügung stehenden geld- und fiskalpolitischen Hebeln argumentiert Turner folgendermaßen: Jene Länder, die sich derzeit mit einer drückenden Schuldenlast bei niedrigem Wachstum, hoher Arbeitslosigkeit, aber auch sehr niedrigen Zinsen gegenübersehen, sollten eine „radikale“ Politikoption ergreifen: Die Zentralbank sollte Geld drucken, und die Regierung sollte dieses Geld – wie über einen Helikopter – an die Menschen verteilen. Die mit dem Helikoptergeld getätigten Ausgaben würden das nominelle BIP erhöhen und dadurch zu einem Mix von höherem realen Output und höherer Inflation führen.

Turner bringt das Beispiel, dass eine Regierung z. B. allen StaatsbürgerInnen 1.000 Euro per elektronischem Transfer auf ihre Bankkonten überweisen könnte; die Finanzierung käme von der Zentralbank. Die Regierung könnte mit dem „gedruckten“ Geld aber natürlich auch Steuersenkungen oder zusätzliche öffentliche Ausgaben finanzieren.<sup>1</sup> Ungeachtet der genauen Ausgestaltung würde der Einsatz von Helikoptergeld jedenfalls die gesamtwirtschaftliche Nachfrage stimulieren. Die Grundidee ist, das Geld sofort in die Hände jener zu geben, die es ausgeben, um so auf direktem Weg nominales BIP zu schaffen – statt durch den Kauf von Staatsanleihen und anderen Wertpapieren, die zu niedrigeren Zinsen führen und damit über unsichere, indirekte Kanäle Investitionen und Konsumausgaben anregen sollen.

Helikoptergeld könnte zudem effektiv für eine Abschreibung von unhaltbar hohen Staatsschulden eingesetzt werden; nämlich indem die Zentralbank

Staatsanleihen aufkauft und diese auf der Vermögensseite ihrer Zentralbankbilanz durch einen unbefristeten, nicht zinstragenden Kredit ersetzt, der jedoch von der Regierung niemals zurückbezahlt werden müsste. So ließen sich die Staatsschuldenquoten reduzieren, was zu abnehmendem Budgetkonsolidierungsdruck und damit zu mehr Spielraum für expansive Wirtschaftspolitik führen würde – was angesichts von Deflationsdruck und anhaltend hoher Arbeitslosigkeit dringend erforderlich wäre.

Monetäre Staatsfinanzierung ist laut Turner angesichts des weiterhin bestehenden Privatschuldenüberhangs die einzige Möglichkeit, um Wirtschaftswachstum zu generieren, das nicht neuerlich – wie in der Vorkrisenzeit – auf einem weitaus gefährlicheren Anstieg der Privatverschuldung beruht. Turners Vorschlag rührt in konservativen Zentralbankkreisen freilich an Tabus: Die vehemente Opposition hat stets die Warnung parat, dass monetäre Staatsfinanzierung quasi naturgesetzlich zu exzessiven Budgetdefiziten und galoppierender Inflation führe. Monetaristische Ökonomen wie der deutsche Bundesbankpräsident Jens Weidmann sehen einen monetär finanzierten fiskalpolitischen Stimulus der Nachfrage schlicht als Entwertung der Währung und damit als einen „Akt des Teufels“. Gegner von Helikoptergeld ziehen sich regelmäßig auf die Position zurück, dass direkte Staatsfinanzierung der EZB durch die EU-Verträge untersagt ist.

Allerdings haben angesichts der bestehenden globalen Nachfrageschwäche mittlerweile auch prominente *Mainstream*-Ökonomen wie Ben Bernanke, Willem Buiter und Brad DeLong für einen durch die Zentralbank finan-

zierten fiskalischen Stimulus argumentiert.<sup>2</sup> Sie betonen, dass in einem durch niedrige Inflation, schwaches Wachstum und sehr geringe Zinsen geprägten Umfeld die Inflationssorgen von KritikerInnen wie Weidmann fehl am Platz seien. Die Positionen und Überzeugungen von einigen *Mainstream*-ÖkonomInnen sind also durchaus in Bewegung, vor allem im Bereich der Geldpolitik, wo in den letzten Jahren ja bereits einiges umgesetzt wurde, das vor der Krise als schlicht undenkbar gegolten hätte (Stichworte *Quantitative Easing* und *Forward Guidance*).

Turner sucht durch sein Eintreten für monetäre Staatsfinanzierung als wirtschaftspolitische Handlungsoption die Grenzen dessen weiter zu verschieben, was die wirtschaftspolitischen EntscheidungsträgerInnen zu erwägen bereit sind. Dabei geht er durchaus auf die Vorbehalte mächtiger konservativer ZentralbankerInnen und monetaristischer ÖkonomInnen gegenüber Helikoptergeld ein, die u. a. vor der Vermischung von Geld- und Fiskalpolitik warnen.

Turner schlägt vor, die Entscheidung zu monetärer Staatsfinanzierung in die Hände der Zentralbanken zu legen. Die Entscheidung, ob die monetäre Staatsfinanzierung in Form von Steuerenkungen oder Ausgabenerhöhungen verwendet wird, soll laut Turner zwar bei den Regierungen verbleiben. Dennoch drängt sich aus einer kritischen heterodoxen Perspektive die Frage auf, warum die Entscheidung über das Ausmaß der Helikoptergeld-Operation nicht unter Zusammenarbeit von Zentralbank und demokratisch legitimierten fiskalpolitischen EntscheidungsträgerInnen getroffen werden sollte. Turner rüttelt in seinem Buch zwar an mehreren ökonomischen Dog-

men, nicht jedoch an jenem der formalen Unabhängigkeit der Zentralbanken.

Aus postkeynesianischer Perspektive ist dies kritikwürdig, weil die Aufrechterhaltung des Fokus auf Zentralbankunabhängigkeit einen möglichen Konflikt mit demokratischen Grundwerten erzeugt.<sup>3</sup> Dabei ginge es auch im Kontext der Frage nach dem Einsatz von Helikoptergeld zur Generierung von Wachstum und Beschäftigung um die Aufgabe, ein institutionelles Design – und einen damit in Zusammenhang stehenden Grad von Zentralbankunabhängigkeit – zu finden, der nicht nur eine effiziente politische Maßnahmenumsetzung ermöglicht, sondern auch die nötige demokratische Legitimation sicherstellt. Bei Helikoptergeld muss es grundlegend darum gehen, den Staat (in der Eurozone: die Regierungen der Eurozonenländer) unter Mithilfe und in Zusammenarbeit mit der Zentralbank (in der Eurozone: die EZB) in die Lage zu versetzen, Geld zu schöpfen, um die Verwirklichung demokratisch legitimer Ziele zu ermöglichen.

Turners Buch stammt aus der Feder eines Technokraten, der die anhaltenden Probleme in der globalen Wirtschaft als ein technisches Problem betrachtet. Wenn die traditionellen geld- und fiskalpolitischen Handlungsoptionen entweder unwirksam oder aber aus politischen Gründen blockiert sind, dann muss aus seiner technokratischen Sicht eben eine andere Politikoption her; und da kommt der Vorschlag für Helikoptergeld ins Spiel.

Turner leistet sicherlich einen hoch einzuschätzenden Beitrag für die wirtschaftspolitische Debatte, um an bestehenden Tabus bezüglich monetärer Staatsfinanzierung zu rütteln. Er demonstriert überzeugend, dass jene, die konstruktiv zur Lösung der vorherr-

schenden makroökonomischen Probleme beitragen wollen, die wirtschaftspolitische Orthodoxie und bestehende ökonomische Standardtheorien hinterfragen müssen.

Wer sich eine politische Vision für eine Umgestaltung des Finanz- und Wirtschaftssystems erwartet – bspw. durch eine radikal andere Finanzmarktregulierungsarchitektur oder durch eine fortschrittliche Wirtschafts- und Sozialpolitik zur Bekämpfung von Einkommens- und Vermögensungleichheiten –, wird das Buch enttäuscht aus der Hand legen. Denn Turner trachtet danach, technische Möglichkeiten aufzuzeigen, um das bestehende System durch weniger privatverschuldungsintensive Nachfragestimulierung als in den letzten Jahrzehnten zu erhalten.

Philipp Heimberger

### Anmerkungen

- <sup>1</sup> Z. B. Giavazzi, Tabellini (2015); Ederer et al. (2015).
- <sup>2</sup> Bernanke (2016); DeLong (2016).
- <sup>3</sup> Z. B. Bibow (2010).

### Literatur

- Bernanke, Ben, What tools does the Fed have left? Part3: Helicopter money, in: Brookings blog (11.4.2016); <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2016/04/11-helicopter-money> (zuletzt abgerufen am 9.7.2016).
- Bibow, Jörg, A Post-Keynesian Perspective on the Rise of Central Bank Independence: A Dubious Success Story in Monetary Economics (= Levy Economics Working Paper No. 625, Annandale-on-Hudson, NY, 2010).
- Buiter, Willem, The Simple Analytics of Helicopter Money: Why it Works – Always, in: *Economics* 8 (2014) 1-51.
- DeLong, Brad, Rescue Helicopters for Stranded Economies, in: Project Syndicate (29.4.2016); <https://www.project-syndicate.org/commentary/helicopter-money-fiscal-stimulus-by-j--bradford-delong-2016-04> (zuletzt abgerufen am 9.7.2016).
- Ederer, Stefan; Mittendrein, Lisa; Schwarz, Valentin, Staatsfinanzierung durch die EZB: Ein notwendiger Tabubruch, in: *Kurswechsel* 1 (2015) 84-87.
- Giavazzi, Francesco; Tabellini, Guido, How to jumpstart the Eurozone economy, in: *VoxEU* (21.8.2014); <http://voxeu.org/article/how-jumpstart-eurozone-economy> (zuletzt abgerufen am 9.7.2016).
- Reinhart, Carmen; Rogoff, Kenneth, Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten (= IMF Working Paper 13/266, Washington, D. C., 2013).