



#### #18 **Spielt Japan bald den letzten Trumpf aus? Das Helikoptergeld**

Dr. Jens Bies

Guten Tag!

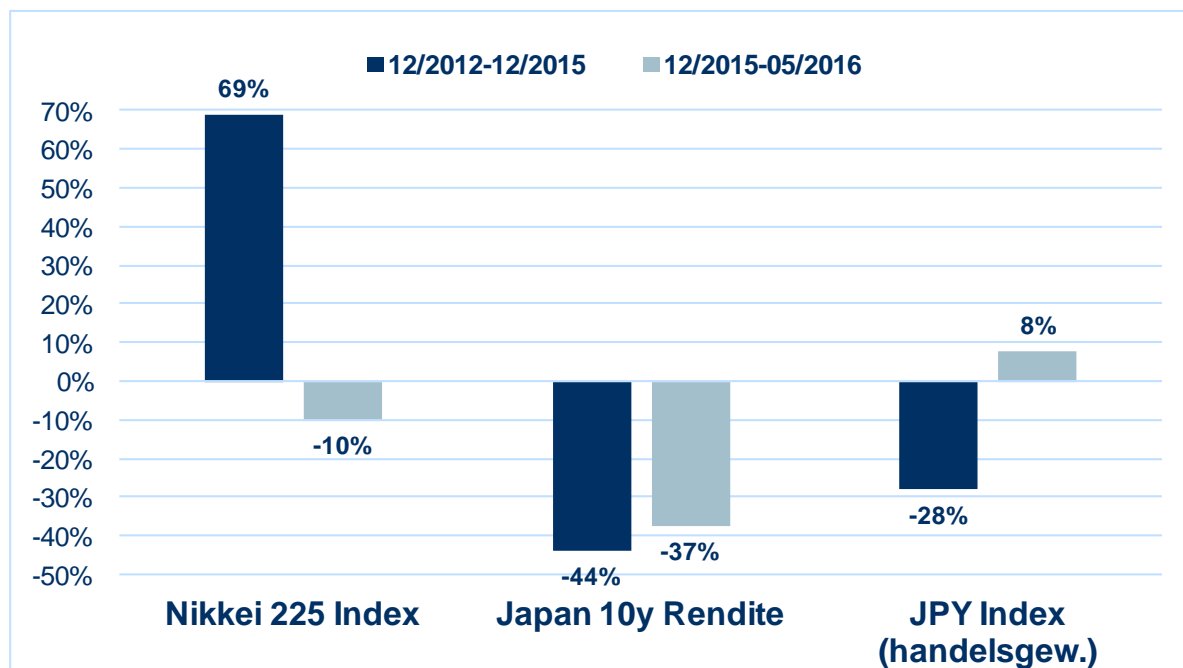
Japan befindet sich seit den Neunziger Jahren nach einer geplatzten Spekulationsblase am japanischen Aktien- und Immobilienmarkt in einer Art Dauerstagnation mit deflationären Tendenzen. Mit Überkapazitäten, schwachem Konsum und schwachem Wachstum kämpft das Land trotz zahlreicher lancierter Stimulierungspakete bis heute. Zwar wuchs die Produktivität in diesem Zeitraum deutlich, allerdings verhinderte der signifikante Bevölkerungsrückgang und die enorme Schuldenlast, zu nennenswerten Wachstumsraten zurückzukehren. Spätestens seit diesem Jahr wird deutlich, dass trotz Rekorddefiziten des Staates und einer aggressiven Notenbankpolitik der Bank of Japan (BoJ), das nach dem Premierminister Abe benannte und 2013 eingeführte Reformprogramm nicht zu fruchten scheint. Die unter dem Namen „Abenomics“ benannte Wirtschaftsstrategie beruht im Wesentlichen auf drei Pfeilen:

1. Eine lockere Geldpolitik, die das mittelfristige Inflationsziel von 2% ausgegeben hat,
2. eine Fiskalpolitik, die schuldenfinanziert die Konjunktur beleben soll und
3. der sogenannte dritte Pfeil Strukturreformen, allen voran die Stärkung der Ertragskraft und der Humanressourcen sowie die Deregulierung

Tatsache ist, dass selbst im dritten Jahr von Abenomics die Erfolgsbilanz viel durchwachsener ist als das Büro des Premiers sich das eingestehen möchte. Das liegt aus meiner Sicht hauptsächlich an der Tatsache, dass sich das Reformprogramm anfänglich mehr auf Symptom- denn auf Ursachenbekämpfung fokussiert hat und dass der wichtigste, dritte Pfeil noch deutlich hinter den Erwartungen zurückgeblieben ist. Doch woran liegt das?

Der erste Pfeil zielt darauf, durch eine Schwächung der eigenen Währung die Exportindustrie und in der Konsequenz das Wirtschaftswachstum anzukurbeln. Um eine Inflationsrate oberhalb der anvisierten 2%-Marke zu erreichen, weitete die Zentralbank die Geldmenge unter Notenbankchef Kuroda signifikant aus, was zunächst auch von Erfolg gekrönt war. Der günstige Wechselkurs ließ zwar die Gewinne der japanischen Exportwirtschaft steigen, aber nicht ihre Produktionszahlen. Der schwache Yen führte gleichzeitig zu höheren Importpreisen, wodurch die Realeinkommen der meisten japanischen Haushalte sanken. Sowohl der Boom an den Aktienmärkten (seit Beginn Abenomics bis 12/2015 ca. 69%) als auch die Erreichung des o.a. Inflationsziels scheint jedoch nicht nachhaltig zu sein. Im Diagramm 1 erkennt man, dass 2016 der japanische Aktienleitindex Nikkei 225 bis Ende Mai rund 10% an Wert verloren hat, während die Währung trotz Negativzinsen stetig aufwertet (im gleichen Zeitraum ca. 8%).

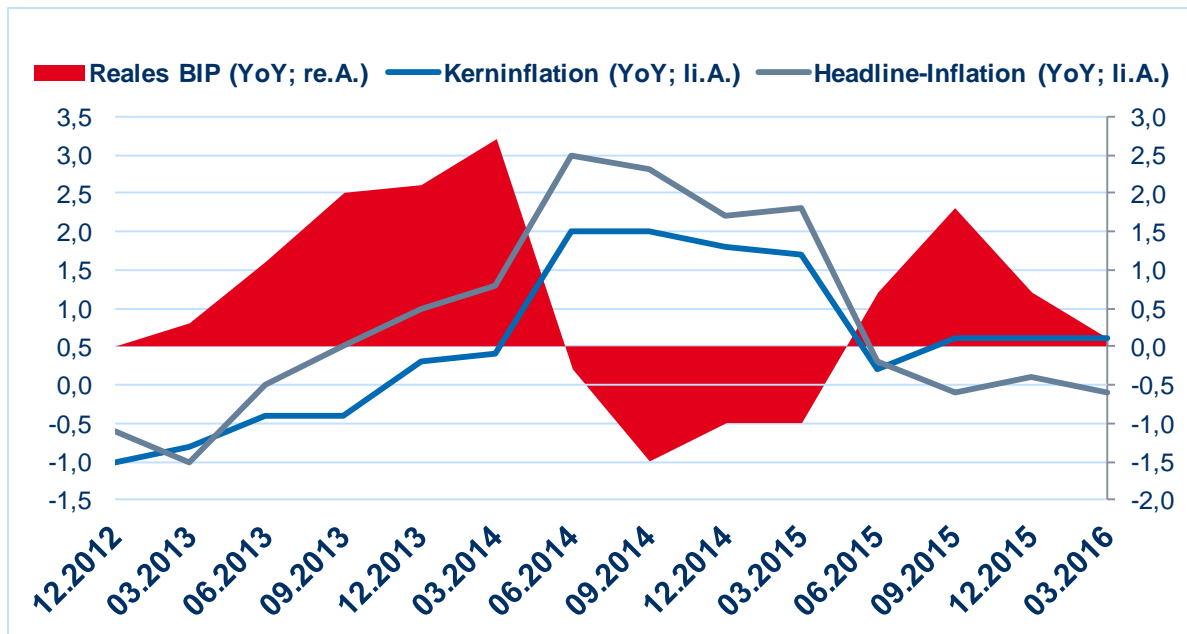
**Diagramm 1: Auszüge der Entwicklung des japanischen Kapitalmarktes 2012-15 vs. 2016**



Quelle: Bloomberg, Stand: 31.05.2016 (Tagesdaten).

Auch bei der lockeren Fiskalpolitik, dem zweiten Pfeil von Abenomics, stockt es. Obwohl das Land signifikant verschuldet ist, wurde die dringend notwendige erste Mehrwertsteuererhöhung bis zum April 2014 hinausgezögert. Die Erhöhung um 3% auf 8% führte zu einem weit grösser als erwarteten Einbruch des Privatkonsums. Eine zweite geplante Erhöhung wurde deshalb auf Eis gelegt und ist nicht vor 2019 zu erwarten. Die Tatsache, dass die japanischen Konsumenten gerade bei langlebigen Konsumgütern mit Zukäufen vorsichtig sind, zeigt, dass die erste Mehrwertsteuererhöhung weiter negativ nachhallt. Die schuldenfinanzierten Konjunkturprogramme konnten die Konjunktur nicht nachhaltig positiv beeinflussen. Die reale Wirtschaftsleistung ist gegenwärtig nicht höher als 2008. Die Inflationsrate ist nach anfänglichem Erfolg spätestens seit Mitte 2015 wieder in freiem Fall und notiert Ende des ersten Quartals wieder im deflationären Bereich (siehe Diagramm 2). Beruhigend ist lediglich, dass das stetig hohe Budgetdefizit und die damit weiterhin steigenden Schulden durch die BoJ in Form von Staatsanleihen aufgekauft werden. Andererseits müsste man sich als Investor und speziell als Ratingagentur um die Schuldentragfähigkeit Japans Gedanken machen.

**Diagramm 2: Reales BIP vs. Inflation in Japan seit Abenomics**



Quelle: Bloomberg, Stand: 31.03.2016 (Quartalsdaten).

Speziell der dritte Pfeil gilt aber unter Experten als wichtigster Pfeil im Köcher. Dieser setzt an den Ursachen der Dauermisere Japans an, allen voran ihrer Gesellschaftsstruktur. Das Land vergeht zusehends. Prognosen ergeben, dass bis 2060 die Bevölkerung von 128 auf 87 Millionen Einwohner schrumpfen und im Durchschnitt wesentlich älter sein wird. Die demografische Verschiebung ist v.a. auf niedrige Geburtenzahlen und eine hohe Lebenserwartung zurückzuführen. In der Folge büßt Japans Gesellschaft damit nicht nur Konsum- und Investitionskraft ein, sie vertritt oftmals auch eine konservative und pessimistische Grundhaltung. Das Reich der aufgehenden Sonne („Nippon“) braucht deshalb handfeste Reformen im Sozialbereich und in der Wirtschaftspolitik anstatt einer kurzsichtigen Symptombekämpfung.

Diese Tatsache ist u.a. auch der Grund für das seit 2015 eingeführte Abenomics 2.0, welches mehr an den Ursachen der Probleme ansetzt. Im Rahmen einer Sozialpolitikreform sollen die Geburtenraten durch höhere Kinderzulagen steigen und Frauen verstärkt in den Arbeitsmarkt integriert werden. Zudem möchte sich Japan für ausländische Investoren, Unternehmen und Arbeitskräfte öffnen, um dem Innovationsverlust und dem Bevölkerungsrückgang vorzubeugen. Die Öffnung des Landes ist somit einer der wichtigsten Voraussetzungen für den dritten Pfeil von Abenomics. Aktuell scheint Japan jedoch (noch) nicht bereit dafür, da ihnen ihre Abschottungs- und Inselmentalität im Weg steht. Auch wenn Abe für ausländische Arbeitnehmer zwar selektiv geringfügige Erleichterungen verfügt hat, bleibt er dem kulturellen Ideal einer möglichst kohärenten Bevölkerung ohne nennenswerte Minderheiten verpflichtet. In der Folge erschwert die Abschottung via Preisabsprachen und Regularien den Produktabsatz bei ausländischen Unternehmen. Nun wird klar, dass die Erfolge der immer noch kurz geratenen, aber bereits eingeleiteten Maßnahmen des dritten Pfeils in naher Zukunft kaum sichtbar sein werden. Da der Kapitalmarkt im Allgemeinen und der Anleger im Speziellen jedoch ein ungeduldiges Kind ist, wird er die erfolgten Maßnahmen unter Abenomics zunächst als Misserfolg werten. Wie bereits erwähnt, ist dies speziell in diesem Jahr auch vermehrt an

den Assetpreisen zu beobachten. Von daher halte ich es für sehr wahrscheinlich, dass seitens der BoJ bereits über Maßnahmen nachgedacht wird, den privaten Konsum viel direkter anzuregen als dies über die bisherigen, unkonventionellen Kanäle möglich ist. Auch nicht zuletzt deshalb, weil der politische Druck kurzfristiger Erfolge höher wiegt als die Mittelfristigkeit eines geeigneten Konzeptes!

Stellt sich jedoch die Frage, was die Notenbank noch tun kann, um die Märkte vom Erfolg von Abenomics zu überzeugen. Eine zunehmend diskutierte und nicht minder interessante Idee wäre das Konzept des Helikoptergeldes. Doch was ist das genau? Im Folgenden werde ich versuchen, das Konzept näher zu erläutern, verschiedene Varianten des Helikoptergeldes aufzuzeigen, vor dem Hintergrund der Machbarkeit zu hinterfragen und die Auswirkungen auf die Vermögenspreise untersuchen.

Das Helikoptergeld wurde 1969 erstmals durch den Ökonom Friedman in einem modellhaften Gedankenexperiment<sup>1</sup>, das ähnlich einer Parabel der Illustration der Grundprinzipien seiner monetären Theorie des Geldes dient, verwendet. Im Laufe der Jahrzehnte wurde das Gedankenspiel Friedmans in eine Metapher für eine gezielte zins- und kreditlose Ausweitung der Geldmenge durch Transferzahlungen an Bürger zur Ankurbelung der Nachfrage oder zur Inflationssteigerung uminterpretiert. Nach der relativ erfolglosen Einführung von Negativzinsen und der bereits sehr stark ausgeweiteten Zentralbankbilanz findet die Idee von Helikoptergeld immer mehr Anhänger. Gibt es keine anderen Möglichkeiten, das Wachstum anzukurbeln und die Inflation zu stimulieren, sollte die Zentralbank die Geschäftsbanken umgehen und den Bürgern direkt Geld gutschreiben. Das Geld käme da an, wo es gebraucht würde. Nachfrage und Preise stiegen, statt wie in einer Deflation zu fallen. Letzten Endes geht es beim Helikoptergeld also darum, das Geld direkt in der Bevölkerung zu verteilen und den Finanzsektor zu umgehen. Doch wie genau die konkrete Ausgestaltung von Helikoptergeld aussehen könnte, bleibt umstritten. Die Analysten der Deutschen Bank unterscheiden in ihrer Analyse vier mögliche Ausgestaltungsvarianten:<sup>2</sup>

***i. Anleihekäufe und/oder Kredite der Zentralbank zur Finanzierung einer expansiven Fiskalpolitik***

Pro rata kaufen die globalen Zentralbanken im Rahmen der bestehenden QE-Programme bereits Staatsanleihen, jedoch nutzen die Staaten die günstigen Refinanzierungskonditionen über ein erhöhtes Emissionsvolumen (noch) nicht, um Steuersenkungen durchzuführen bzw. die Staatsausgaben zu erhöhen. In diesem Fall erhöht sich sowohl die Aktiv- (durch die aufgekauften Wertpapiere) als auch die Passivseite (durch Zentralbankguthaben) der Zentralbankbilanz, allerdings u.U. nur solange die Anleihen nicht auslaufen. Diese Staatsfinanzierung ist natürlich auch über einen ganz normalen Kredit denkbar, bilanztechnisch würden sich dann auf der Aktivseite nur Kreditforderungen befinden und keine Wertpapiere. Ähnlich wie die Wertpapiere hätten aber auch Kredite bestimmte Laufzeiten.

---

<sup>1</sup> „Lasst uns annehmen, dass eines Tages ein Hubschrauber über diese Gemeinde fliegt und zusätzliche 1000 Dollar in Form von Geldscheinen abwirft, die natürlich von den Bewohnern hastig eingesammelt werden. Setzen wir weiter voraus, dass jeder überzeugt ist, dass dies ein einmaliges Ereignis sei, das niemals wiederholt wird.“ Übersetzt und zitiert aus FRIEDMAN (1969): Optimum Quantity of Money. Aldine Publishing Company, S. 4 ff.

<sup>2</sup> DEUTSCHE BANK RESEARCH (2015): Helicopters 101 - Your Guide to Monetary Financing, DB Special Report, April.

## **ii. Geldüberweisungen an die Regierung**

Bei einer direkten Geldüberweisung würde sich die Geldmenge permanent erhöhen, da es für diese Zahlungen keine Rückzahlungsvereinbarung gibt. Bei dieser Variante würde sich die Verschuldungsquote des Staates nicht erhöhen. Konkret könnte die Zentralbank z.B. eine Nullkuponanleihe mit unendlicher Laufzeit vom Staat kaufen. Alternativ könnten auch Münzen mit einem hohen Nominalwert aufgekauft werden.<sup>3</sup> Eine solche Münzspende der Staaten ist möglich, da die Zuständigkeit für die Herstellung der Münzen im Gegensatz zu den Banknoten oftmals bei den Regierungen liegt. Die Notenbanken kaufen die Münzen dem Finanzministerium zum Nennwert ab, so dass sie auf der Aktivseite der Notenbankbilanz auftauchen. Somit ist eine Spende des Staates in Form von Münzen mit extrem hohem Nennwert zumindest theoretisch möglich, um das Loch in der Bilanz der Notenbank zu stopfen. In der Bilanz würden im Austausch Wertpapiere oder Münzen vs. Geldzahlung Aktiv- und Passivseite gleichermaßen steigen. Die Zentralbank macht lediglich Verluste, wenn sie auf die Überschussreserven der Passivseite Zinsen auszahlen muss. Dies ist aber aktuell u.a. in Japan, aber auch in der Eurozone nicht der Fall.

## **iii. Annullierung von Staatsschulden im Besitz der Zentralbank**

Die Zentralbank kann dem Staat die Schulden ganz oder teilweise erlassen und/oder die Schulden restrukturieren, was fast auf das Gleiche hinausläuft. So wird die Schuldentragfähigkeit des Staates erhöht und das Finanzministerium des jeweiligen Landes hat wieder Raum für schuldenfinanzierte Konjunkturprogramme. Das kann einmalig oder im Rahmen von abgestuften Regeln passieren. Griechenland ist in diesem Zusammenhang ein gutes Beispiel, wie man durch die Trennung von öffentlich und privat gehalten Staatsschulden die Auslösung von Kreditausfällen („CDS-Trigger“) umgehen kann. In diesem Zusammenhang und bei dem aktuellen Niedrigzinsumfeld muss man auch erwähnen, dass der Ankauf von negativ verzinslichen Wertpapieren seitens der Zentralbanken wie eine Art Schuldenschnitt wirkt, da der Staat weniger zurückzahlt als er nominal emittiert hat. Bilanziell führt dieser Schuldenschnitt zu einer Reduktion der Wertpapiervermögen und damit der Aktivseite. Dies muss durch einen Verlust auf der Passivseite ausgeglichen werden.

## **iv. Direkte Geldtransfers an die Bevölkerung**

Die radikalste Form des Helikoptergeldes und damit sehr nah an der Parabel von Friedman ist der direkte Geldtransfer von Zentralbanken an die Bevölkerung in Form von Schecks, Überweisungen oder Pensionszuschüssen. So würde das Finanzministerium des Staates komplett umgangen und die Unabhängigkeit der Zentralbank würde gewahrt bleiben. In der Zentralbankbilanz würden die Verbindlichkeiten und damit die Passivseite über die gestiegene Kassahaltung der Bevölkerung ansteigen. Wenn wie in diesem Fall kein Wertpapier auf der Aktivseite dagegensteht, würde die Zentralbank einen Bilanzverlust ausweisen. Dieser Verlust müsste zwangsläufig vom Staat getragen werden. Alternativ könnte die Zentralbank den Verlust aber über mehrere Jahre strecken, so dass die Notenbank dem Staat quasi eine Art Kredit einräumen würde.

---

<sup>3</sup> NEUE ZÜRCHER ZEITUNG (2015): Die Nationalbank soll ihr Geld direkt an die Bürger verteilen, Ausgabe vom 17. Februar.

Helikoptergeld könnte in der aktuellen Situation, speziell in Japan, deutlich wirksamer sein als die traditionellen Mittel der Geld- und Fiskalpolitik. Da die Zinssätze niedrig oder größtenteils sogar negativ sind, sind weitere Stimuli über zusätzliche Staatsanleihenkäufe und/oder noch niedrigere Zinsen nahezu sinnlos. Im Gegenteil, Japans Anleger präferieren aktuell sogar eher Liquidität und/oder andere Finanzinstrumente für ihre hohen Sparguthaben als Staatsanleihen zu kaufen. Hauptsächlich wegen der nachvollziehbaren Sorge, dass Strafzinsen gezahlt und sich die Staatsanleihen von diesem unrentablen Niveau negativ entwickeln könnten. Dem Risiko des Wertverlustes steht auch keine Aussicht auf Wertsteigerung infolge von wieder fallenden Kreditzinsen entgegen. Daher wird Geld weder für Wertpapiere noch für Güter ausgegeben. Es wird dem Wirtschaftskreislauf in spekulativer Absicht entzogen und in der Spekulationskasse gehalten. Verbunden hiermit ist die Gefahr einer Deflation. In diesem Fall verliert die Zentralbank zunehmend die Kontrolle über die Zinssätze und befindet sich in einer sogenannten Liquiditätsfalle. Dass sich die BoJ zunehmend in dieser Liquiditätsfalle befindet, konnte man an der adversen Reaktion der japanischen Renditestrukturkurve und dem JPY-Wechselkurs sehen, als die Negativzinsen Anfang des Jahres eingeführt wurden. Inwieweit kann jetzt Helikoptergeld helfen, um aus der Liquiditätsfalle zu kommen und die Wirtschaft weiter zu stimulieren.

In einer Liquiditätsfalle hat die Geldpolitik ihren Effekt verloren und keinen Einfluss mehr auf die Realrenditen. QE-Programme sorgen demnach weder für einen Anstieg des BIP noch der Realrenditen, weil die Bevölkerung das Geld im Zuge der Deflationserwartung nur weiter anspart und nicht ausgibt. Man redet bei einer Liquiditätsfalle auch von einer perfekt elastischen Geldnachfrage, d.h. die Geldnachfrage reagiert nicht mehr auf das Niveau der Realrenditen. Nur ein fiskalpolitischer Impuls (Erhöhung der Staatsausgaben und/oder Senkung der Steuern) sorgt in dieser Situation für ein höheres BIP, so dass die monetäre Staatsfinanzierung zumindest theoretisch für Wachstumsimpulse sorgen sollte. Interessant wird die Sache jedoch, wenn man davon ausgeht, dass der Staat die Schulden nicht zurückzahlen muss. In diesem Fall muss der Staat seine Einnahmen nicht zwangsläufig steigern und auch der Konsument müsste seinen Konsum nicht zwingend reduzieren, um für künftige Steuererhöhungen des Staates vorzusorgen.<sup>4</sup> Somit gäbe es keinen „Crowding-Out“-Effekt des fiskalpolitischen Impulses mehr, was bedeutet, dass der Effekt der monetären Staatsfinanzierung in voller Höhe auf das Wachstum durchschlagen sollte. Die Wirkungsweise hängt somit ganz entscheidend davon ab, inwieweit eine Zentralbank wie die BoJ in der Lage ist, einmalig oder auf Dauer durch die Ausgabe von Geldtransfers Bilanzverluste einzufahren, die sie aufgrund von aktivierten Endlosanleihen verschleiert.

In der Geschichte gab es im Übrigen mehr Beispiele von Helikoptergeld-Einsatz in der einen oder anderen Form, als man zunächst denken möchte, z.B. die monetäre Finanzierung der Militärausgaben in beiden Weltkriegen oder die berüchtigte Staatsfinanzierung mit der Notenpresse in Deutschland während der Ruhrkrise Anfang der Zwanziger Jahre, die zu einer Hyperinflation ausartete. Weniger bekannt ist die experimentierfreudige Politik des in den Dreißiger Jahren wirkenden japanischen Finanzminister Korekiyo, der später als „japanischer Keynes“ bezeichnet wurde. Seine

---

<sup>4</sup> Dieser Effekt wird auch als Ricardianische Äquivalenz bezeichnet. Es basiert auf einem von Ricardo ursprünglich erörterten Konzept, dessen zentrale Aussage es ist, dass es letztendlich egal sei, wie der Staat seine Ausgaben finanziert, da Steuererhöhungen und Staatsverschuldung perfekte Substitute, also äquivalent, sind. Anders ausgedrückt: Eine höhere Staatsverschuldung führt unmittelbar zu einer erhöhten Ersparnisbildung und konterkariert damit zugleich die eigentlich bezweckten Wirkungen in der Realwirtschaft.

Politik war erfolgreich. Er reflationierte die japanische Wirtschaft, indem er den Yen vom Goldstandard löste, die Währung stark abwertete und die Staatsausgaben finanziert durch die Notenpresse ausweitete. Als er nach einigen Jahren versuchte, die monetäre Finanzierung zurückzuschrauben, indem er sich gegen eine Finanzierung des erhöhten Militärbudgets aussprach, wurde er 1936 ermordet. Daraufhin wurde die Praxis der monetären Staatsfinanzierung in stärkerem Maße fortgesetzt und endete in einer Hyperinflation. Auch die kanadische Zentralbank hat seit ihrem Bestehen 1935 nach der großen Depression bis Anfang der Siebziger Jahre erfolgreich vom Mittel der monetären Staatsfinanzierung Gebrauch gemacht. Es kam weder zu einer Hyperinflation noch zu adversen Effekten. Die monetäre Staatsfinanzierung war einfach Teil des Baukastens, den die Bank of Canada im Rahmen ihrer Geldpolitik einsetzte.

Auch wenn die Zeiten heute sicherlich andere sind, ist bezogen auf die Durchsetzbarkeit Helikoptergeld in vielen Ländern mit weniger rechtlichen Hürden verbunden als allgemein angenommen. Als Hauptargument gegen eine derartige Politik durch die Zentralbanken wird angeführt, so etwas sei im Kern Finanzpolitik und dafür habe die Notenbank kein Mandat. Nichtsdestotrotz sind die rechtlichen Auflagen in Japan durchaus überschaubar. Eine direkte monetäre Staatsfinanzierung ist zwar verboten, jedoch kann das Kabinett dieses Verbot jederzeit durch einfachen Beschluss aushebeln. Zudem sind im Gesetz umfangreiche Ausnahmen definiert. So können z.B. zinslose Kredite zur Staatsfinanzierung vergeben werden. Von daher ist die Hürde für die Japaner gerade auch im Vergleich zu anderen Zentralbanken geringer. Vielleicht ist die Zeit für dieses Instrument noch nicht gekommen, aber da Japan mittlerweile schon wieder deflationäre Tendenzen aufweist und die Wirkung des dritten Pfeils des Reformprogramms sehr lange braucht, bis Erfolge sichtbar sind, dürften Methoden der monetären Staatsfinanzierung sicherlich schon im BoJ-Komitee diskutiert werden. Speziell auch vor dem Hintergrund, dass in Japan eine viel engere Verzahnung zwischen Zentralbank und Staat existiert und das Konzept rechtlich umsetzbar wäre. Zwar hatte Zentralbankchef Kuroda im April den Einsatz von Helikoptergeld mit der Begründung abgelehnt, dass die Zuständigkeiten von Geldpolitik und Finanzpolitik sauber getrennt bleiben müssten. Nichtsdestotrotz hat die BoJ in den vergangenen zwei Jahrzehnten beim Einsatz neuer geldpolitischer Instrumente oft den Vorreiter gespielt, so dass viele Anleger bereits mit Spannung auf das am 16. Juni stattfindende Treffen der japanischen Notenbanker schielen. Dort werden explizit weitere Maßnahmen der quantitativen Lockerung erwartet, aber vielleicht geht die BoJ auch einen Schritt weiter und kündigt zumindest an, dass sie sich intensiv mit dem Konzept des Helikoptergeldes beschäftigt hat und ein Einsatz in abgeänderter Form nicht mehr undenkbar wäre. Das käme einem Paukenschlag gleich und könnte den Kapitalmarkt wieder vermehrt von der Wirksamkeit von Abenomics und der Entschlossenheit der BoJ überzeugen. Getreu dem Konfuzius-Motto: „Sei entschlossen und die Sache ist getan!“.

Interessanterweise hatte auch EZB-Chef Draghi das Helikoptergeld nach der Ratssitzung im März 2016 als interessantes Konzept bezeichnet. Allerdings verwies er darauf, dass der EZB-Rat bisher nicht über das Konzept diskutiert habe und dies mit enormen rechtlichen Schwierigkeiten verbunden sei, da die EZB an das Verbot der monetären Staatsfinanzierung gebunden ist. Sie darf nämlich kein Geld drucken, um damit den Staatshaushalt zu finanzieren, wobei es aus meiner Sicht auch hier Hintertüren gibt. So könnte die EZB Anleihen öffentlicher Kreditgeber wie der Europäischen Investitionsbank (EIB) zu einem Zins von nahe Null kaufen, um öffentliche Investitionen zu finanzieren. Zudem sind auch direkte Geldtransfers an Bürger und Unternehmen unter Umgehung des

Staates nicht verboten. Ironischerweise ist diese besonders radikale Variante des Helikoptergeldes rechtlich leichter durchzusetzen als die oben beschriebenen Varianten (i-iii).

Zu guter Letzt möchte ich noch ein paar Worte verlieren, welche Auswirkungen die monetäre Staatsfinanzierung voraussichtlich auf die Vermögenspreise hätte. Logischerweise hängt das natürlich auch davon ab, welche Variante des Helikoptergeldes gewählt bzw. wie effektiv diese konkret umgesetzt wird. Angenommen die BoJ wählt zusammen mit dem Finanzministerium eine Kombination aus Variante ii) und iii), d.h. ein großes Fiskalpaket finanziert z.B. durch die Ausgabe von endlos laufenden Nullkuponanleihen zusammen mit einem einmaligen Schuldenschnitt eines Teils der bestehenden Staatsschulden. Unter der Prämisse, dass der Markt diese Politik als potentiell erfolgreich ansieht, sollten die Inflations- und Wachstumserwartungen deutlich ansteigen. Für die Staatsanleihen wird das dann konsequenterweise ein Anstieg der langlaufenden Renditen sowie eine Versteilerung der Renditestrukturkurve zur Folge haben. Der Renditeanstieg wird aber aus meiner Sicht nicht dramatisch werden, da a) sich die Kreditrisiken aufgrund geringerer Staatsschulden und höherer Wachstumsaussichten verringern und b) sich sowohl die Angebotsseite wegen weniger Neuemissionen als auch die Nachfrageseite wegen der weiterhin hohen Bereitschaft der Zentralbank für Rückkäufe stabil bleiben sollte. Wird die Politik als Fehler interpretiert, ist die Reaktion des Marktes deutlich schwieriger. In diesem Szenario könnten die Renditen sowohl fallen (Deflations- und Wachstumssorgen) als auch sehr deutlich steigen (Hyperinflationsängste).

Die Währung sollte aufgrund der Staatsfinanzierung zunächst abwerten. Dieser Effekt dürfte durch Portfolioströme ins Ausland sicherlich noch verstärkt werden. Mittelfristig sollte die Währung aber wieder steigen. Nach der Finanzkrise sind die Realrenditen der Haupttreiber für Währungsbewegungen gewesen. Die deutlichen Abwertungen der handelsgewichteten Wechselkurse in den Jahren 2014-15 (EUR) und 2012-15 (JPY) waren vornehmlich ein Ergebnis sich verschlechternder Realrenditen in Europa und Japan. Da der Effekt der Einführung des Helikoptergeldes auf die Realrenditen aufgrund der Liquiditätsfalle, in der sich Japan befindet, eher gering sein dürfte, ist ein nachhaltiger Währungseffekt schwer abzuschätzen. Nichtsdestotrotz werden sich wahrscheinlich zunächst Inflations- gegenüber Wachstumserwartungen durchsetzen. Mittelfristig sollten aber die Wachstumsszahlen durchschlagen und die Währung aufgrund einer dann zu erwartenden restriktiveren Geldpolitik mit Zinserhöhungsfantasien wieder aufwerten.

Aktien sollten bei dieser Politik deutlich steigen. Der bessere Wachstumsausblick sollte die Gewinne der Unternehmen verbessern, wobei dieser Effekt voraussichtlich durch leicht gestiegene Diskontfaktoren (höhere Zinsen) abgemildert wird. Zudem gelten Aktien immer noch als veritabler Inflationsschutz.

#### Fazit:

Auch wenn die Notenbanker derzeit Gedankenspiele über Helikoptergeld von sich weisen, müssen sich speziell Japan, aber auch die Eurozone über alternative, unkonventionelle Ideen Gedanken machen. Die monetäre Staatsfinanzierung ist bei der richtigen Dosierung ein probates Mittel, das aus meiner Sicht zum Baukasten einer soliden Geldpolitik gehört. Nichtsdestotrotz sind mit diesem Mittel auch große Gefahren verbunden, die es zu berücksichtigen gilt. Helikoptergeld kann abhängig von der gewählten Variante deutlich wirksamer sein als die traditionellen Mittel der Geld- und Fiskalpolitik, gerade auch vor dem



Hintergrund, dass die Zinssätze bereits niedrig oder größtenteils sogar negativ sind und Stimuli über zusätzliche Staatsanleihenkäufe und/oder noch niedrigere Zinsen nahezu sinnlos sind. Bezogen auf die Vermögenspreise lässt sich sagen, dass bei der richtigen Dosierung in der Summe die monetäre Staatsfinanzierung speziell im Fall Japans, die sich in einer Liquiditätsfalle befinden, zu mehr Wachstum und steigenden Inflationserwartungen führen kann. Gesetzt den Fall, das Überschießen der Inflation ist nicht permanent, sollten steigende Zinsen, eine steilere Renditestrukturkurve, eine anfänglich schwächere Währung und höhere Aktienbewertungen die Folge sein.

An dieser Stelle sei aber auch kritisch angemerkt, dass die Einführung von Helikoptergeld auch moralische Probleme aufwirft. U.U. kann es äußerst gefährlich sein, wenn eine Zentralbank Geld nicht verleiht, sondern verschenkt. Die Menschen (und auch der Staat) erfahren, dass sie Geld nicht mehr durch Arbeit verdienen müssen, sondern ohne Gegenleistung erhalten. Diese Erfahrung schwächt die Leistungsanreize und lähmt den Politikbetrieb. Von daher ist die Dosierung an dieser Stelle sehr wichtig und es muss gewährleistet sein, dass das Mittel der monetären Staatsfinanzierung nur im Notfall eingesetzt werden darf.

**Hinweis:** Diese Kolumne enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der SKALIS Asset Management AG. Die Informationen, die für diese Kolumne verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann.