

dreyfus
BANQUIERS
1813



Kompass

4. Quartal 2018

Die Zukunft der Geldpolitik

Die Konstruktionsmängel des Euros

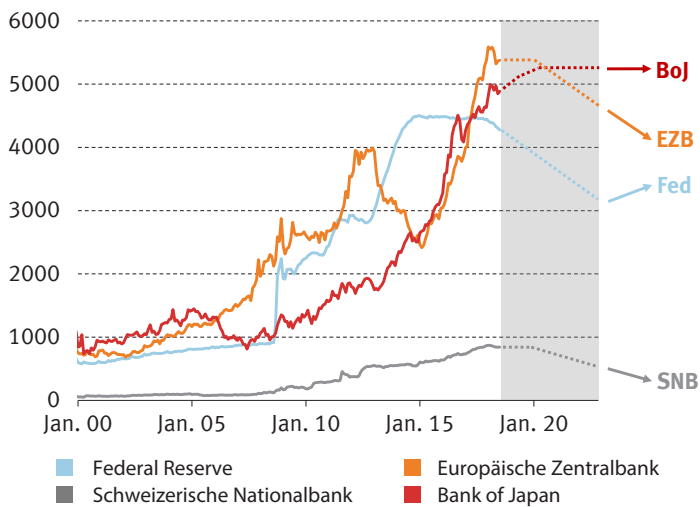
Aufgaben und Ziele der Zentralbank

Grundtrend: Die Zukunft der Geldpolitik

Grundtrend 1:

Bilanzsumme in Mrd. USD

Quelle: Bloomberg



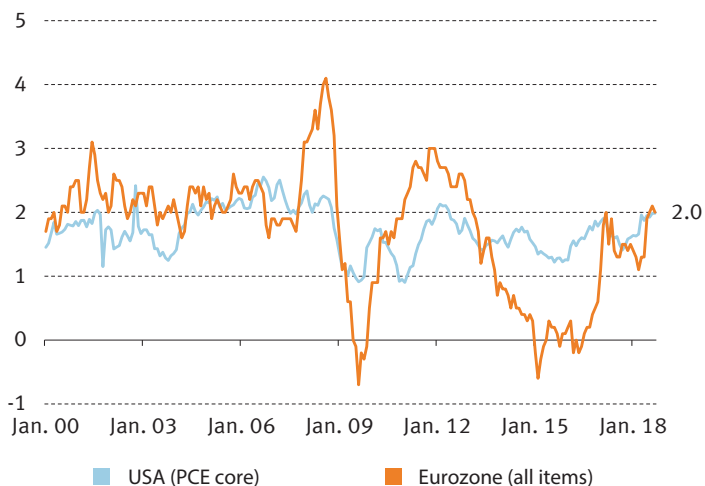
Im Aggregat sinkende Bilanzsummen

Die wichtigste Aufgabe einer Zentralbank ist es, die Stabilität des Finanzsystems zu gewährleisten. Dazu bedient sie sich primär zweier Instrumente: Zentralbankgeldmenge und Leitzinsniveau. In den vergangenen Jahren versorgten die Notenbanken die Finanzmärkte mit ausreichend Liquidität. Zu Zeiten der Finanzkrise 2008/09 nahm die Geldschöpfung noch einmal deutlich zu. Vielerorts hält diese expansive Geldpolitik bis heute an. Jüngst begann die US Notenbank Federal Reserve, dem Markt Geld zu entziehen. Dies zeigt die Senkung ihrer Bilanzsumme. Die Europäische Zentralbank hingegen wird ab Januar 2019 keine zusätzliche Liquidität mehr schöpfen. Ihre Bilanzsumme sollte vorerst konstant bleiben. Im Aggregat sinken die Bilanzsummen der vier nebenstehenden Zentralbanken seit März diesen Jahres.

Grundtrend 2:

Inflationsrate in Prozent p. a.

Quelle: Bloomberg



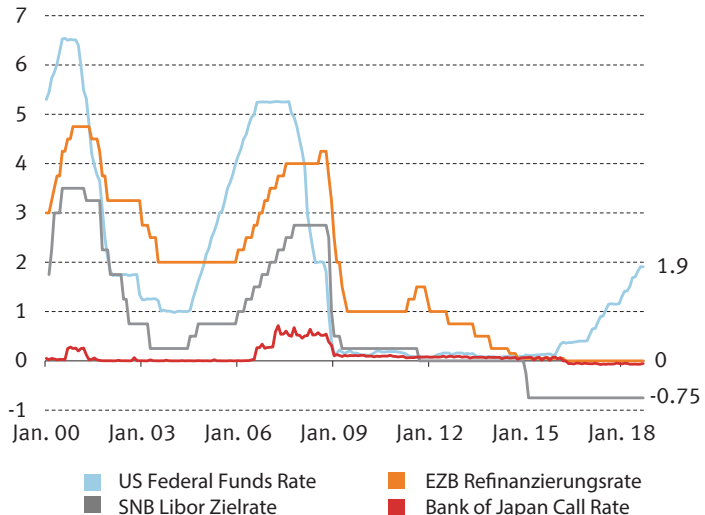
Konjunkturaufschwung lässt die Preise steigen

Die gestiegene Geldmenge durch die Zentralbanken birgt die Gefahr, dass die Preise steigen, Inflation entsteht. Seit der Finanzkrise wurde die zusätzliche Liquidität von den Banken in erster Linie dazu verwendet, Staatsanleihen zu kaufen. Gleichzeitig nahm die Bereitschaft der Haushalte und Unternehmen zu, mehr Geld zu halten. Dies hielt die Zinsen vor allem für hoch verschuldete Länder Südeuropas künstlich tief. Ebenfalls blieben die Inflationsraten lange Zeit auf einem niedrigen bis moderaten Niveau. Aufgrund der starken Konjunktur stieg die Inflation in den USA und Europa jüngst wieder an. Aktuell liegt die Inflationsrate um 2%, was als Inflationsziel der Zentralbanken gilt. Sollte die Inflation unvermindert weiter steigen, kann dieser Entwicklung mit einer Erhöhung der Leitzinsen entgegengewirkt werden.

Grundtrend 3:

Leitzins in Prozent p. a.

Quelle: Bloomberg



Europäische Zinswende ade?

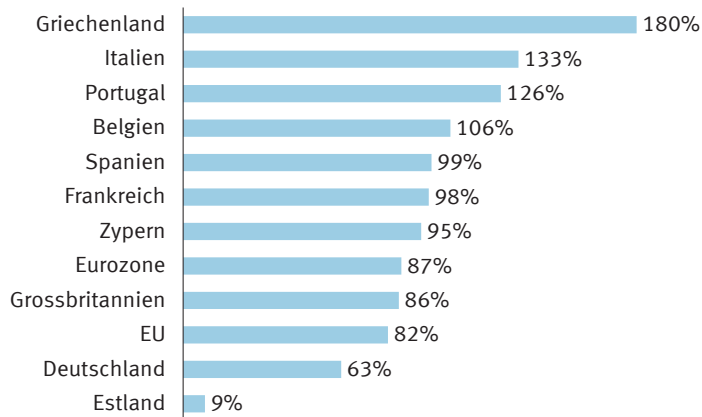
Steigende Leitzinsen halten einerseits die Inflation in Schach, hemmen andererseits aber auch das Wirtschaftswachstum. Denn steigen die Leitzinsen, werden Kredite für Unternehmen und Privathaushalte teurer. Angesichts der guten Konjunktur in den USA hat die US Notenbank Federal Reserve vor einiger Zeit damit begonnen, die Leitzinsen schrittweise zu erhöhen. Die USA nehmen damit auch hier eine Vorreiterrolle ein. Jüngst gab die Federal Reserve gar bekannt, einen noch steileren Zinspfad beschreiten zu wollen. In Europa hingegen ist das Zinsniveau seit geraumer Zeit nahe Null. Laut EZB Präsident Mario Draghi wird dieses mindestens bis im Sommer 2019 unverändert bestehen. Die Schweizer Nationalbank dürfte sich dieser Politik anpassen, um den Euro zu stärken. Denn die Euro-Schwäche fundiert auf vielen noch immer ungelösten Problemen.

Aktualität: Die Konstruktionsmängel des Euros

Aktualität 1:

Quelle: Statista

Staatsverschuldung im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (Q1 2018)



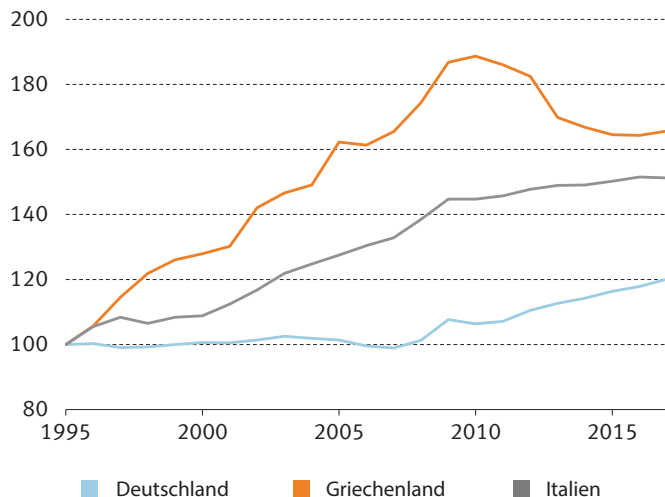
Griechenland verlässt den Rettungsschirm

Griechenland war das erste Land, für das die europäischen Partner im Jahr 2010 ein Rettungspaket schnürten. Seither hat Athen drei Hilfspakete von insgesamt fast 290 Mrd. Euro erhalten. Mit dem dritten Paket verlässt Griechenland nun den Rettungsschirm und wird fortan seinen Refinanzierungsbedarf über die Märkte decken müssen. Positives Wirtschaftswachstum kombiniert mit Haushaltüberschüssen bilden das Fundament für das wiedererstarbte Vertrauen der Investoren. Doch trotz der Fortschritte bleiben die strukturellen Probleme des Landes unangetastet. Um den gigantischen Schuldenberg von 180 Prozent der Wirtschaftsleistung abzutragen, muss Athen bis 2022 einen Haushaltsüberschuss von 3,5 Prozent vor Zinsen und danach von 2 Prozent vor Zinsen schaffen - bis ins Jahr 2060.

Aktualität 2:

Quellen: Eurostat, eigene Berechnungen

Entwicklung nominaler Lohnstückkosten (indiziert per 1995)



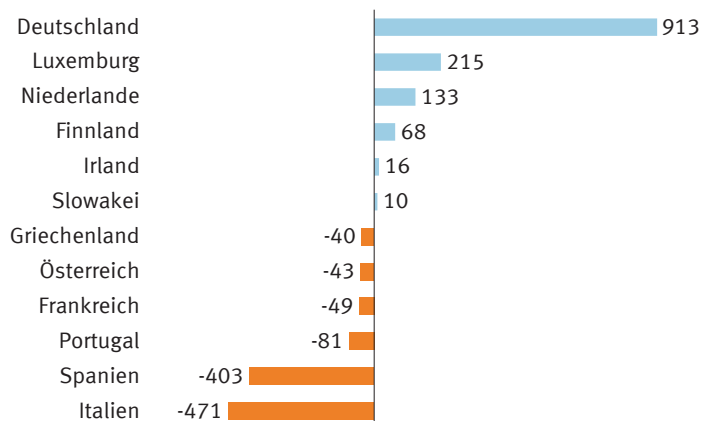
Problematische Preisentwicklung innerhalb der Eurozone

In einer Währungsunion ist ein Ausgleich unterschiedlicher Preissteigerungen durch eine Wechselkursanpassung nicht möglich. Deshalb ist eine Bedingung für die dauerhafte Existenz einer Währungsunion, dass die Preisentwicklung seiner Mitgliedsländer konvergiert. In der Eurozone sollte der Stabilitäts- und Wachstumspakt dafür sorgen, dass alle Mitgliedsländer ausgeglichene Staatshaushalte und eine begrenzte öffentliche Verschuldung anstreben. In den letzten Jahren hat jedoch die Verschuldung zugenommen. Die Hauptursache besteht darin, dass sich die nominalen Lohnstückkosten der Mitgliedsländer, welche massgeblich zur Preisentwicklung beitragen, unterschiedlich entwickelt haben. Um den Verlust an Wettbewerbsfähigkeit zu kompensieren, mussten sich schwächere Nationen verschulden.

Aktualität 3:

Quelle: Statista

TARGET2-Saldi in Mrd. Euro per Juli 2018

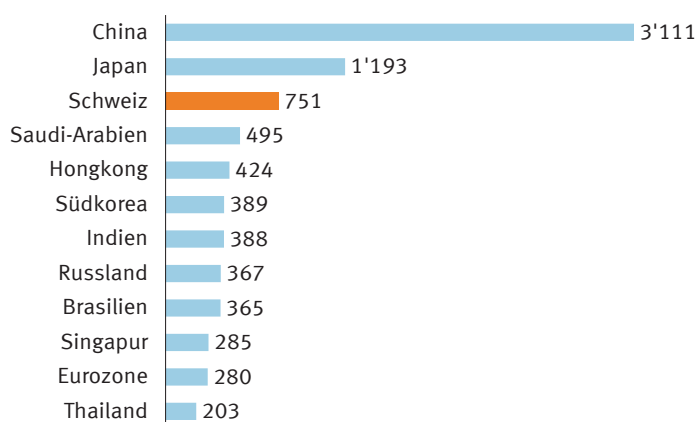


TARGET2-Saldi als Spiegelbild der Wettbewerbsfähigkeit

TARGET2-Saldi messen Überweisungen zwischen Ländern, welche benutzt werden, um Waren und Vermögenswerte im Ausland zu kaufen. Die Verringerung der Wettbewerbsfähigkeit löste in Krisenländern einen Rückgang der Exporte und einen Anstieg der Importe aus. Die Defizite hatten einen Anstieg der Auslandverschuldung und damit der TARGET2-Saldi dieser Länder zur Folge. Obwohl ein Austritt aus der Währungsunion vertraglich nicht vorgesehen ist, muss gemäss der Europäischen Zentralbank (EZB) ein Land vor seinem Austritt zuerst seine TARGET2-Verbindlichkeiten begleichen. Italien gilt derzeit als einer der grössten Euro-Kritiker. Sollte es die Eurozone verlassen wollen, müsste Italien zunächst Schulden in Höhe von 471 Mrd. Euro begleichen. Vor allem Deutschland würde hiervon profitieren, welches derzeit mit 913 Mrd. Euro die höchsten Forderungen besitzt.

Wissen & Erfahrung: Aufgaben und Ziele der Zentralbank

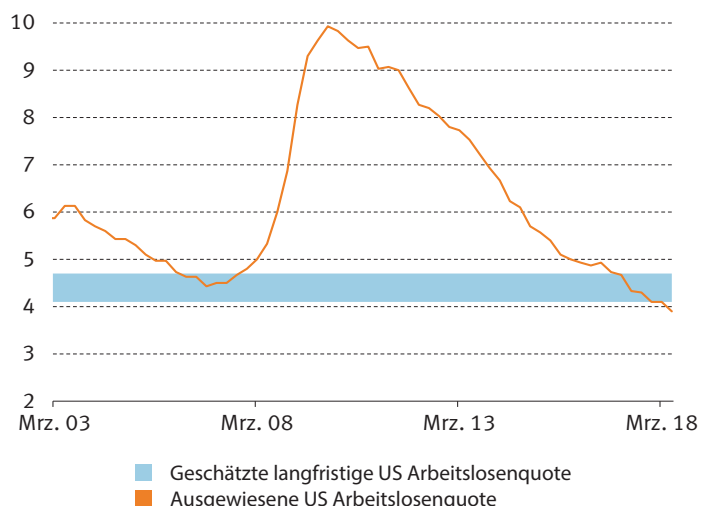
Wissen & Erfahrung 1: Quelle: Internationaler Währungsfonds
Fremdwährungsreserven der Zentralbanken in Mrd. USD



Aufgaben der Zentralbank

Die Zentralbank ist für die Geldpolitik eines Staates oder einer Währungsunion zuständig. Zu den bekanntesten Aufgaben zählt die Bargeldversorgung. Die Zentralbank hat das Monopol zur Ausgabe von Banknoten. Damit versorgt sie die Wirtschaft nach den Bedürfnissen des Zahlungsverkehrs. Eine weitere wichtige Aufgabe ist die Verwaltung der Währungsreserven. Währungsreserven stellen sicher, dass die Zentralbank über genügend liquide Mittel verfügt, um bei Bedarf Devisengeschäfte zur Steuerung des Wechselkurses durchzuführen. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) verfügt heute über die dritthöchsten Fremdwährungsreserven der Welt. Um eine Aufwertung des Franken aufgrund der Eurokrise zu verhindern, kaufte sie massiv Euro auf und der Devisenberg schwoll an.

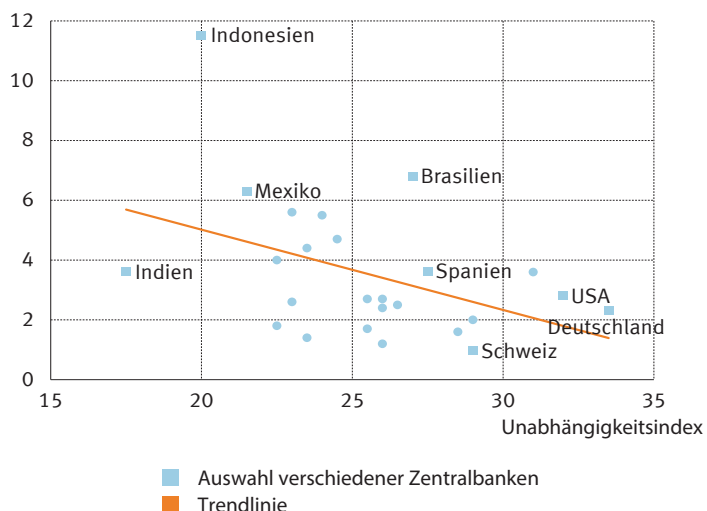
Wissen & Erfahrung 2: Quelle: Bloomberg
Arbeitslosenquote in Prozent



Ziele der Zentralbank

Das primäre Ziel der Zentralbanken ist die Preisstabilität. Stabile Preise sind eine wichtige Voraussetzung für Wachstum und Wohlstand. Die amerikanische Zentralbank (Federal Reserve) definiert zwei zusätzliche Ziele: Erstens sollen die langfristigen Zinssätze auf dem Kapitalmarkt moderat gehalten werden. Zweitens ist sie bestrebt, das maximale nachhaltige Beschäftigungsniveau zu erreichen. Dabei handelt es sich um jenes Beschäftigungsniveau, welches langfristig ohne Destabilisierung der Inflation beibehalten werden kann. Derzeit beträgt die US Arbeitslosenquote rekordtiefe 3.9 Prozent. Damit liegt sie unter der langfristigen Arbeitslosenquote, welche von Vertretern der Federal Reserve auf 4.1 bis 4.7 Prozent geschätzt wird. Sollte diese Entwicklung anhalten, dann dürfte sich die Inflation beschleunigen.

Wissen & Erfahrung 3: Quelle: J. T. Mathew (2006)
Jährliche Inflation in Prozent p. a.



Unabhängigkeit der Zentralbank

Die Preisstabilität als Ziel der Zentralbanken befindet sich oft im Konflikt mit den Zielen der Regierung. Politiker werden aus zwei Gründen dazu verleitet, Inflation zuzulassen: Einerseits kann eine Regierung eine abhängige Zentralbank zur erhöhten Geldemission veranlassen, um Staatsausgaben zu finanzieren. Andererseits kann auch der kurzfristig positive Effekt einer Inflation genutzt werden, um vor einer Wiederwahl einen temporären Wirtschaftsaufschwung heranzuführen. Deshalb wird die Unabhängigkeit der Zentralbank als notwendige Voraussetzung zur Erreichung der geldpolitischen Ziele erachtet. In einer Studie berechnete J. T. Mathew einen Unabhängigkeitsindex, der Zentralbanken in eine Skala von 0 (abhängig) bis 36 (unabhängig) einteilt. Eine Gegenüberstellung von Index und Inflation verdeutlicht, dass unabhängigere Zentralbanken das Ziel der Preisstabilität besser erreichen.

Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkurschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Dreyfus Söhne & Cie AG veröffentlicht den Kompass vier Mal pro Jahr. Die Publikation richtet sich an Kunden der Bank und Interessierte. Sie stellt auszugsweise dar, mit welchem Instrumentarium und mit welcher Methodologie die Bank das Geschehen rund um die Finanzmärkte verfolgt. Der Kompass leistet Orientierungshilfe, kann aber den individuellen Portfoliokontext nicht berücksichtigen.

© Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers

Kontakt: Dr. Uwe Heller, CFA

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers
Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz
Telefon +41 61 286 66 66 | Fax +41 61 272 24 38
contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch