

Die Geldpolitik vor schwierigen Entscheidungen



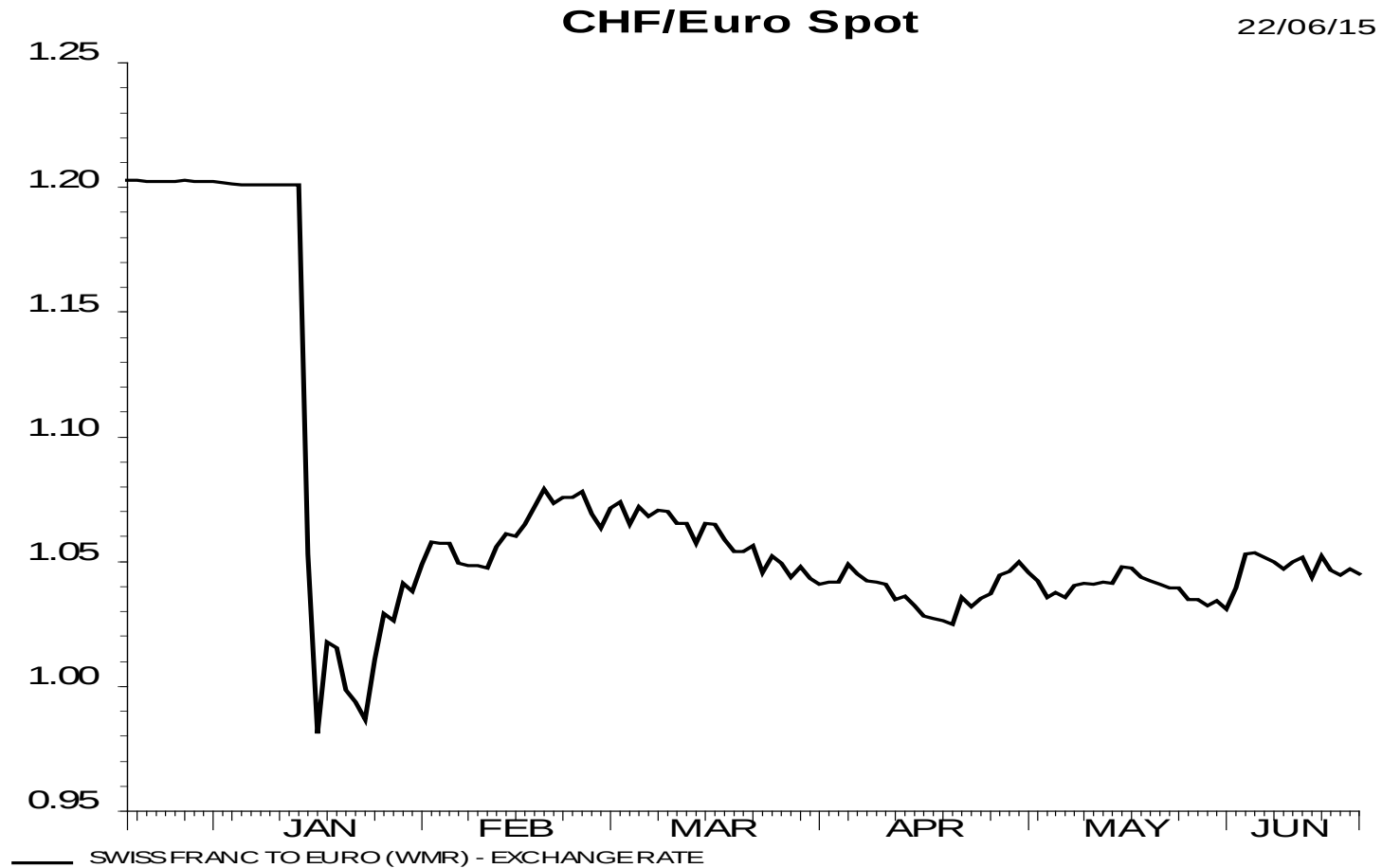
http://www.kunstkopie.de/a/paul_klee.html

Referat an der Generalversammlung der FHNW-Alumni-Finance
in Zürich vom 23. Juni 2015
von Prof. Dr. Josef Marbacher, FHNW
josef.marbacher@fhnw.ch

Die Geldpolitik vor schwierigen Entscheidungen

1. Die Aufgabe des Mindestkurses durch die SNB – Ein Rückblick
2. Die EZB und die griechische Tragödie –Ein Ausblick
3. Das FED vor dem Exit-Entscheid – Eine Einschätzung

Der SNB-Schock vom 15. Jan 2015



Source: Thomson Reuters Datastream

“

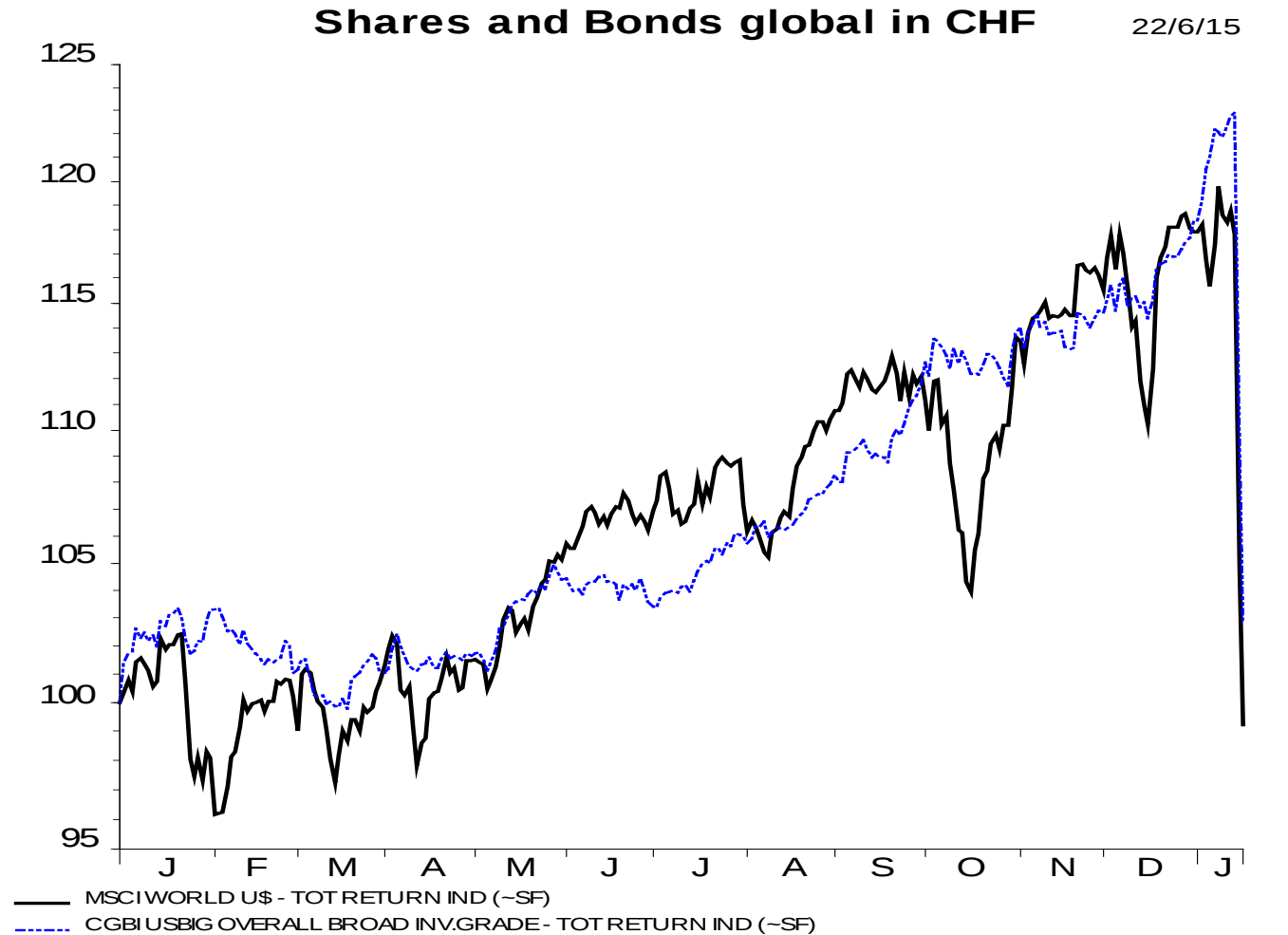
“Die Geldpolitik vor schwierigen Entscheidungen”

Titel eines Zeitungsartikels vom 13. Januar 2015

**1. Die Aufgabe des Mindestkurses durch die
SNB vom 15. Januar 2015**

Ein Rückblick

Verlust auf Weltaktienindex in CHF



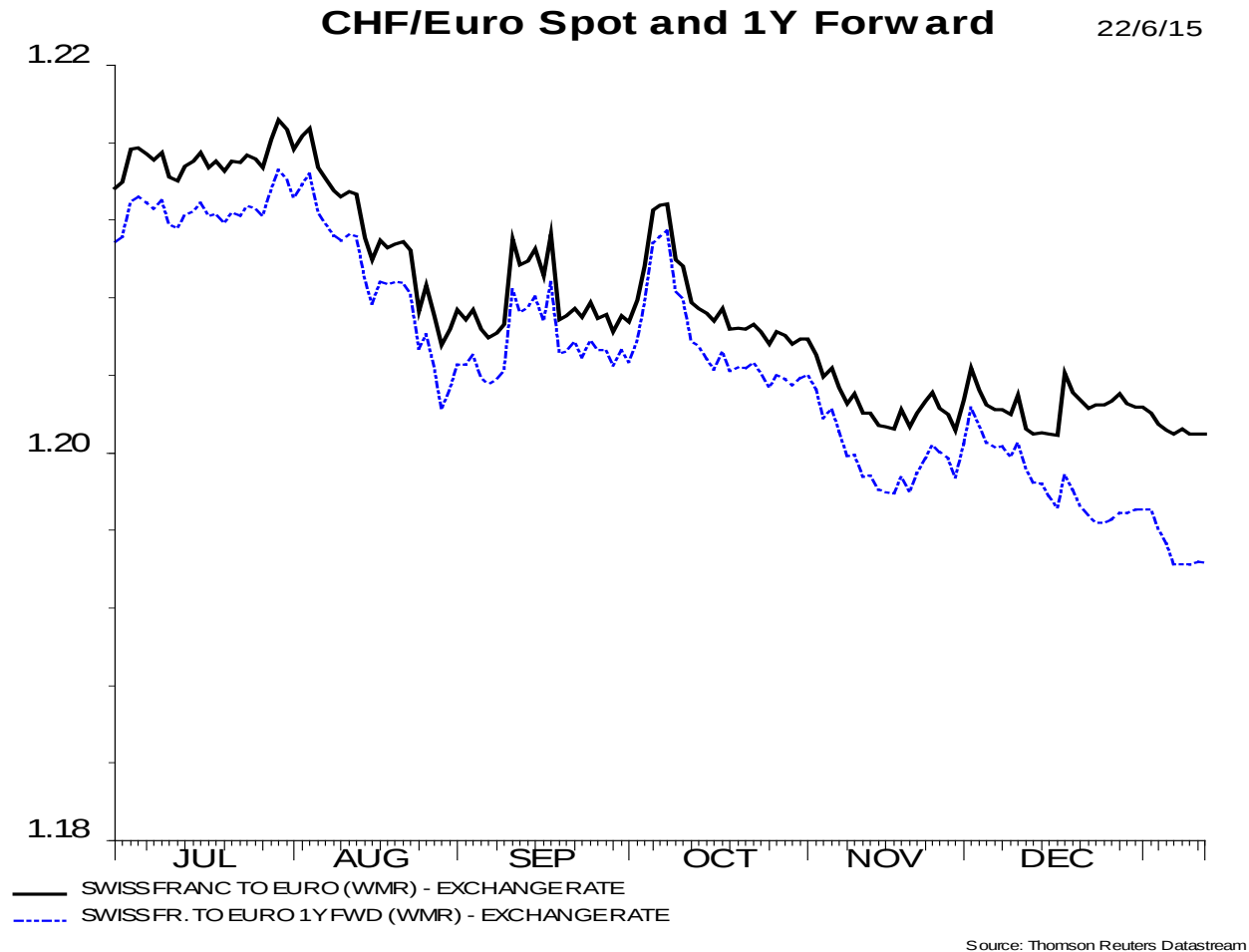
Source: Thomson Reuters Datastream

Einbruch Schweizer Aktien: 15%



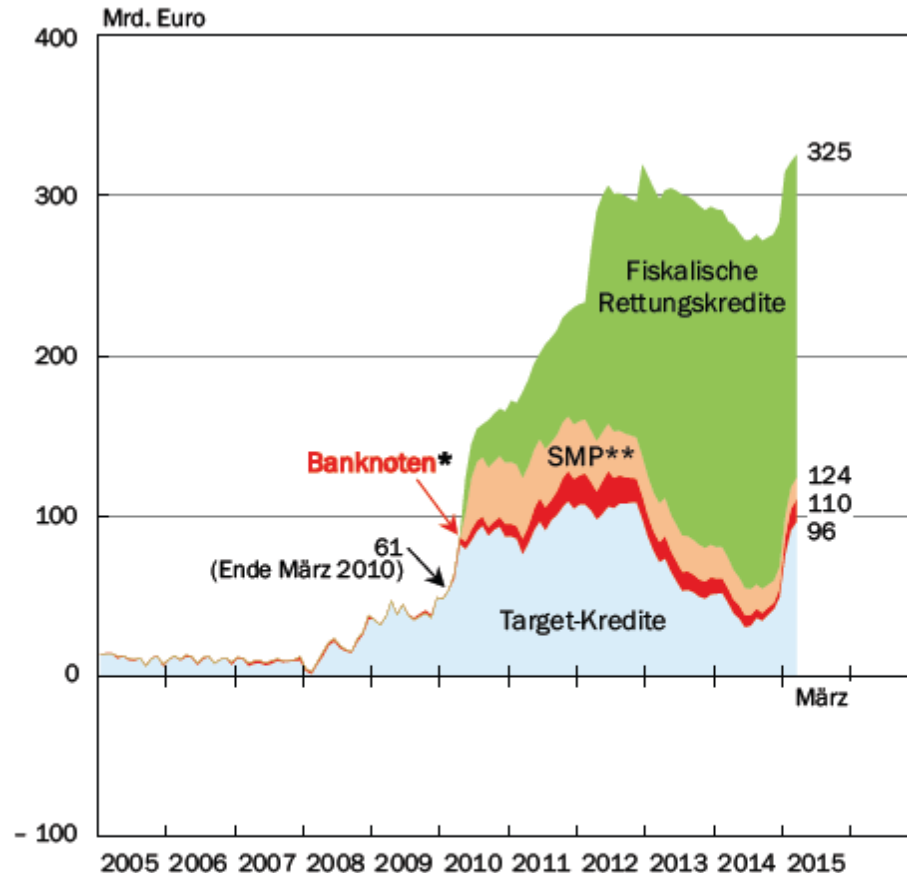
Source: Thomson Reuters Datastream

Der Auslöser am 13. Jan 2015 Forward rate unter 1.20



2. Die griechische Tragödie – EZB auf dem Prüfstand

Kredite der Euro-Staaten an Griechenland

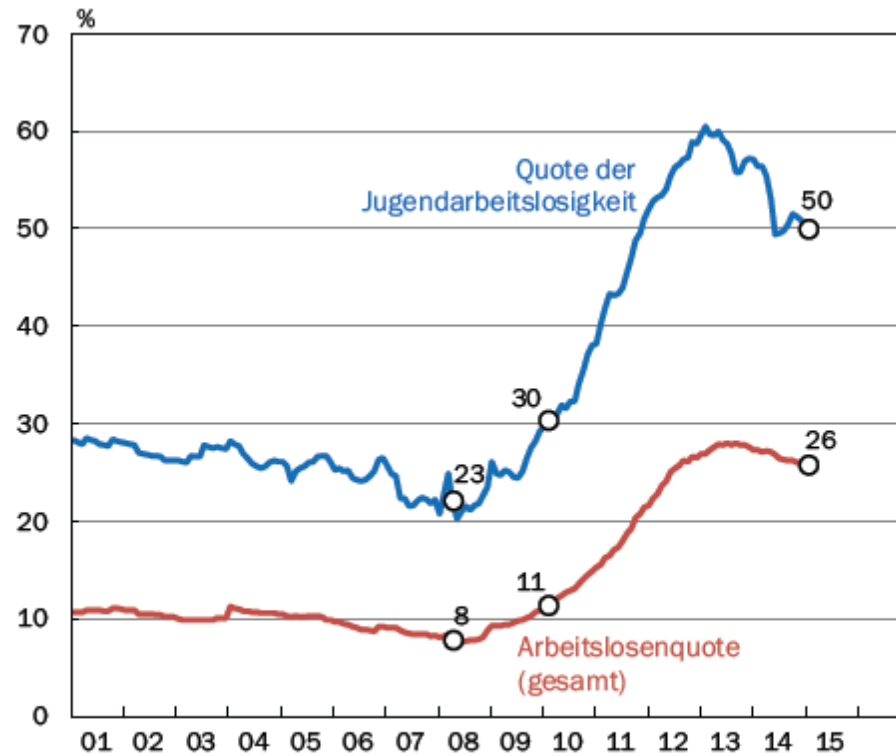


* Verbindlichkeiten der griechischen Zentralbank gegenüber dem Eurosystem wegen überproportionaler Banknotenausgabe.

** Im Rahmen des Securities Markets Programme (SMP) von anderen Notenbanken des Eurosystems erworbene griechische Staatsanleihen abzüglich der durch die griechische Notenbank im SMP erworbenen Staatsanleihen anderer Länder. Es handelt sich um Buchwerte. Monatswerte wurden durch Interpolation der Jahresendstände und Anpassung an den Gesamtbestand an gehaltenen Staatsanleihen geschätzt. Angenommen wird ein entsprechender Fluss von Staatspapieren über die Grenzen.

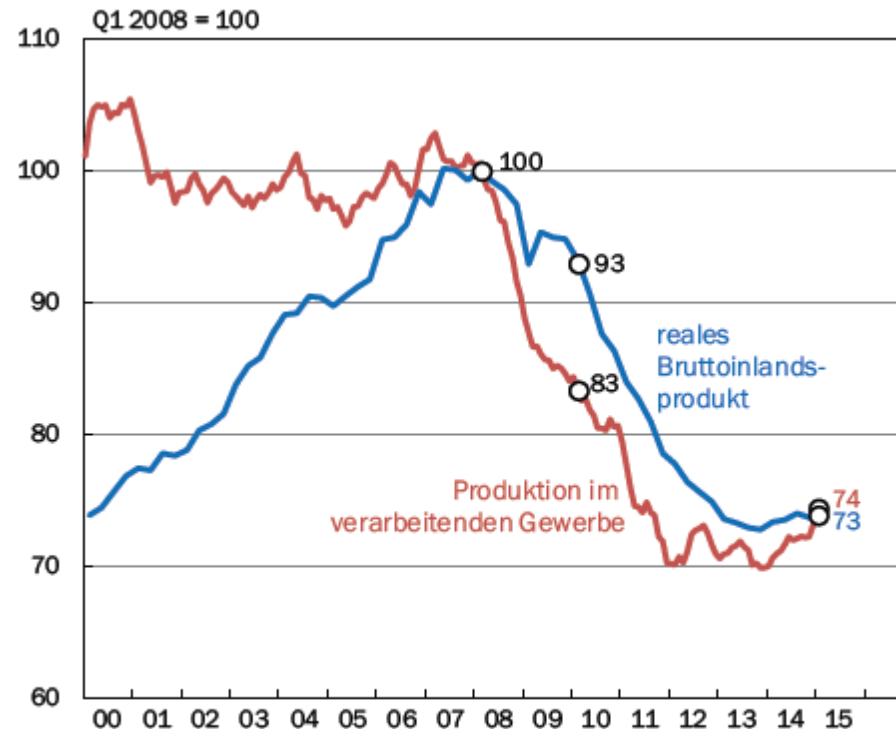
Sinn, Hans-Werner: Die griechische Tragödie, ifo-Sonderausgabe, 29. Mai 2015, S.5

Arbeitslosigkeit in Griechenland



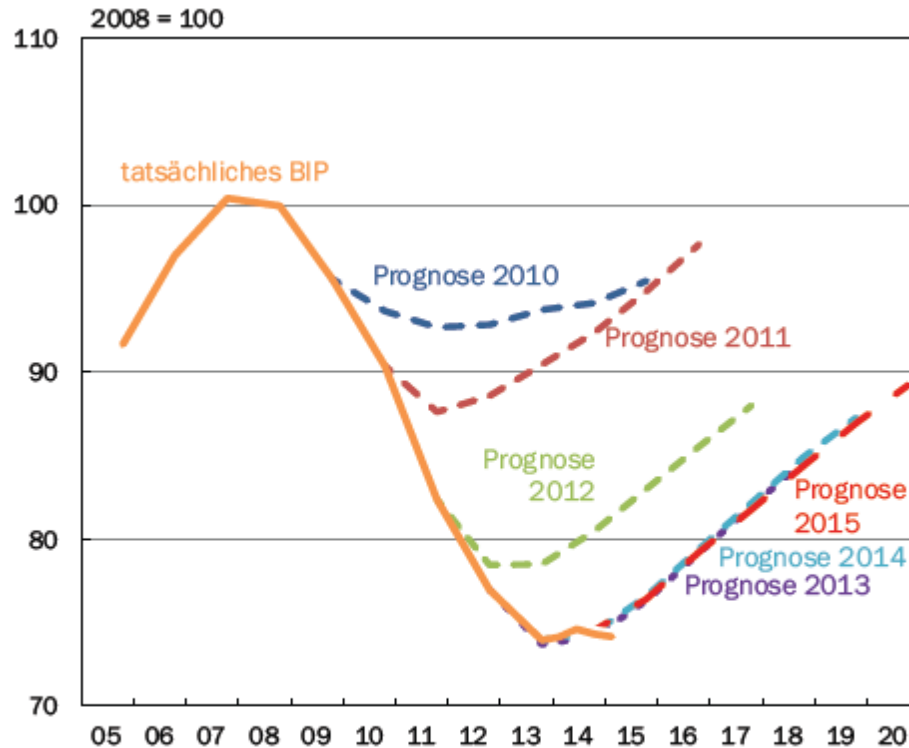
Quelle: Eurostat, Datenbank, *Bevölkerung und soziale Bedingungen, Arbeitsmarkt, Beschäftigung und Arbeitslosigkeit*.

Einbruch des griechischen BIP



Quellen: Eurostat, Datenbank, *Industrie Handel und Dienstleistungen*, Konjunkturstatistik, Industrie; dieselbe, *Wirtschaft und Finanzen*, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung (ESVG 2010), *Vierteljährliche Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung, Hauptaggregate des BIP*; dieselbe, »Schnellschätzung für das erste Quartal 2015«, Pressemitteilung 84/2015, 13. Mai 2015; Produktion: Gleitender 5-Monatsdurchschnitt.

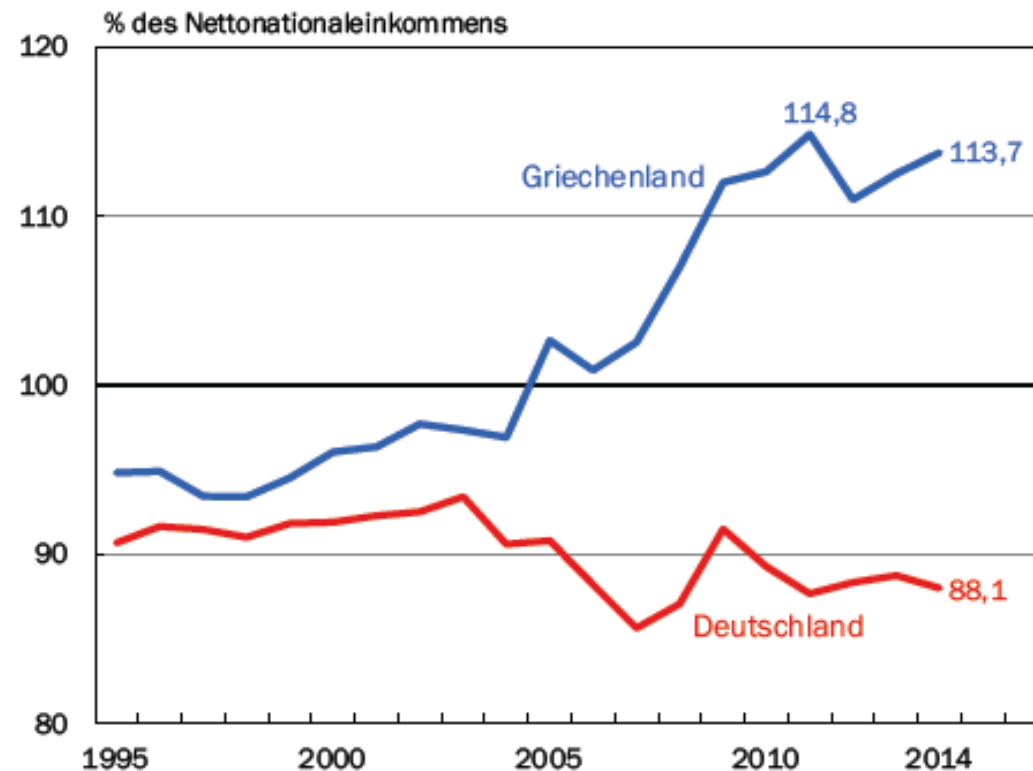
BIP- Prognosen des IMF für Griechenland



Ist-Entwicklung 2005 bis 1. Vierteljahr 2015 und Vergleich mit den IMF-Frühjahrsprognosen 2010 bis 2015.

* Tatsächliches Bruttoinlandsprodukt; 2005–2013: Jahresdaten; ab 1. Quartal 2014: Quartalsdaten; Rechenstand: Mai 2015. * Jeweilige Frühjahrsprognose.

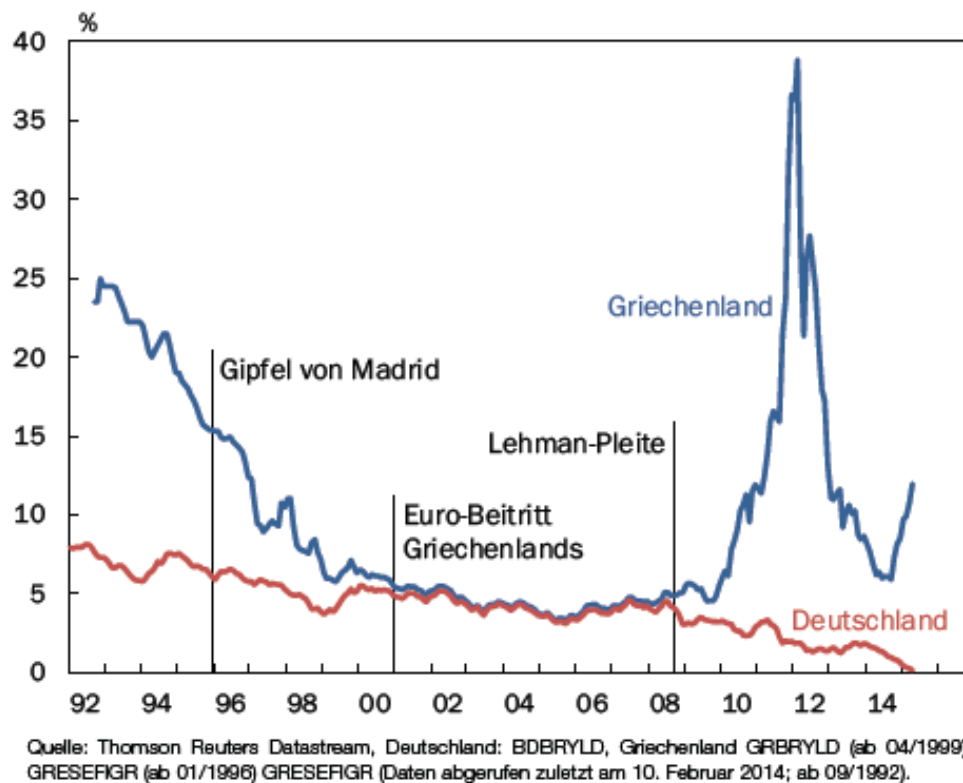
Staatlicher und privater Konsum in Relation zum Nettonationaleinkommen D vs Gr



Quellen: Eurostat, Database, Economy and Finance, National Accounts (including GDP), GDP and Main Components – Current Prices, Final Consumption Expenditures; and Income, Saving and Net Lending/ Borrowing, Gross National Income at Market Prices; Europäische Kommission, Economic and Financial Affairs, Economic Databases and Indicators, AMECO – the annual macro-economic database, National Income; Berechnungen des ifo-Instituts

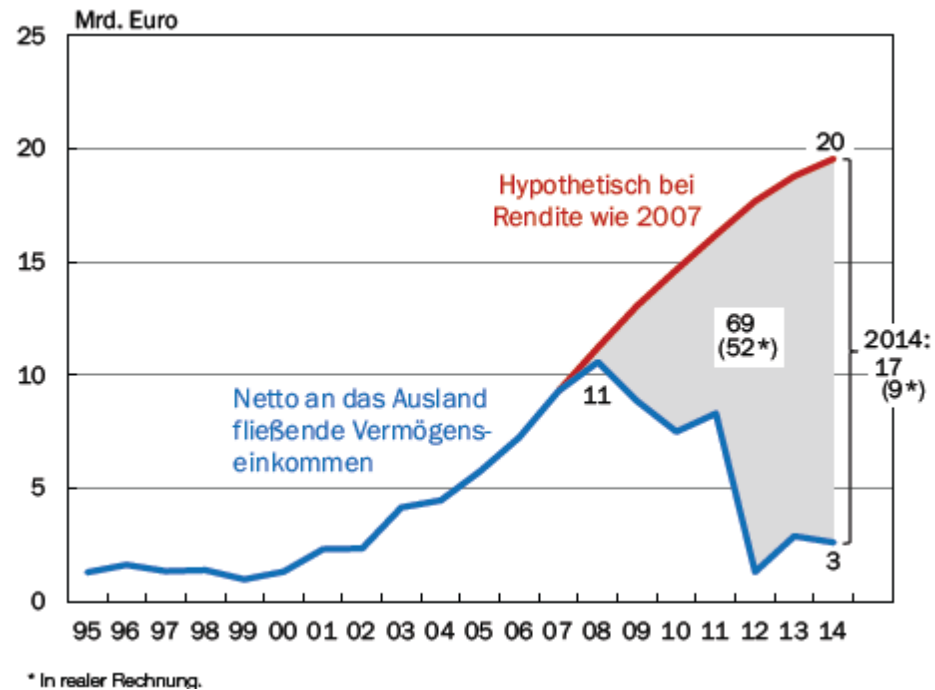
Sinn, Hans-Werner: Die griechische Tragödie, ifo-Sonderausgabe, 29. Mai 2015, S.12

Zinssätze auf 10-jährige Staatsanleihen



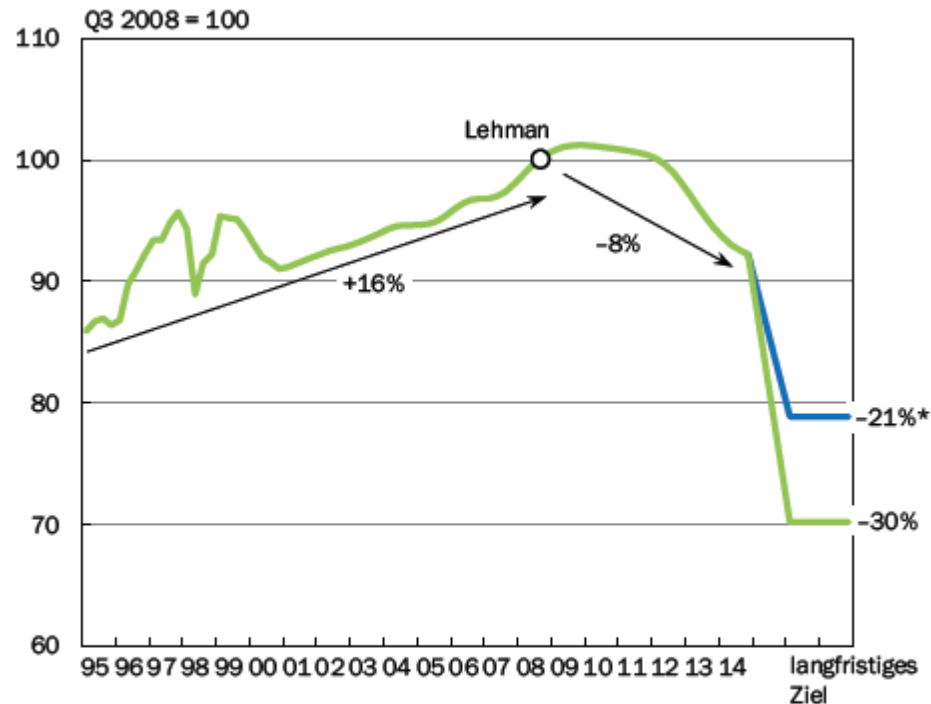
Sinn, Hans-Werner: Die griechische Tragödie, ifo-Sonderausgabe, 29. Mai 2015, S.13

Zinsentlastung für Griechenland



Sinn, Hans-Werner: Die griechische Tragödie, ifo-Sonderausgabe, 29. Mai 2015, S.18

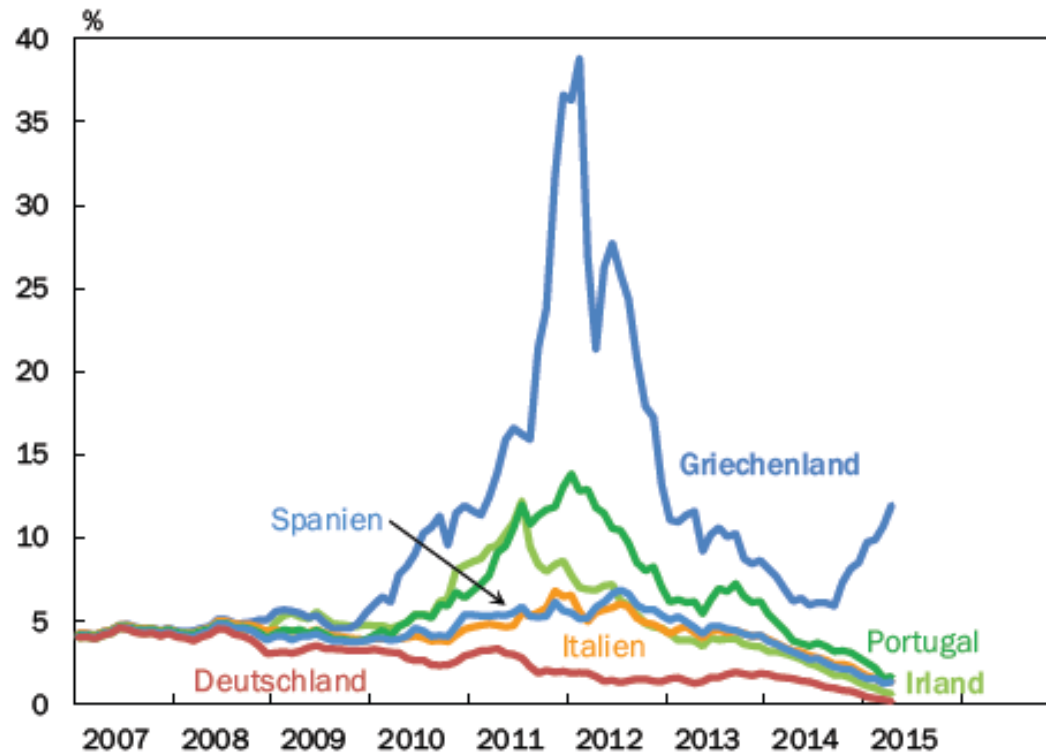
Das Preisniveau der in Griechenland hergestellten Güter in Relation zum Rest der Eurozone (Indexwerte)



* Revidierte Berechnung nach dem Schuldenschnitt vom Frühjahr 2012.

Bemerkung: Die Abbildung zeigt die Originalwerte zu den realen effektiven Wechselkursen, wie sie von der Europäischen Kommission veröffentlicht werden. Grundsätzlich messen diese Werte das Verhältnis des Preisniveaus der im Inland produzierten Güter (BIP-Deflator) relativ zum handelsgewichteten Durchschnitt der Preisniveaus der Handelspartner im Euroraum, wobei offene Wechselkursänderungen aus der Zeit vor der Euro-Einführung mit erfasst sind. Der letzte Datenpunkt in der Graphik stammt vom 4. Vierteljahr 2014.

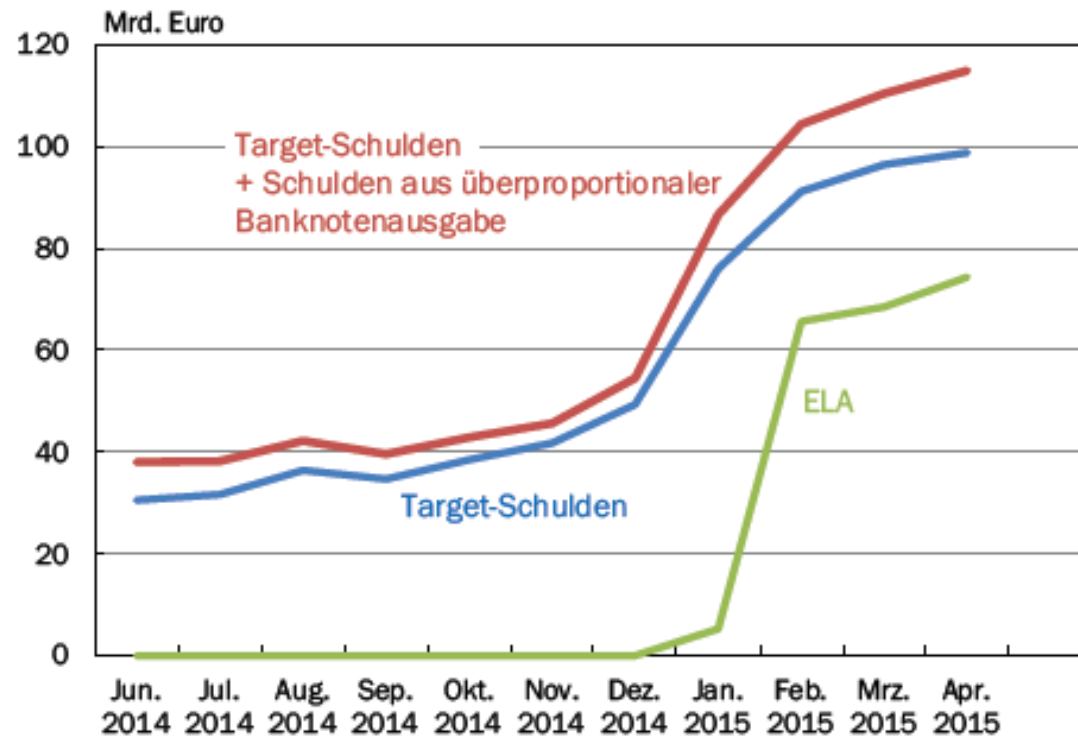
10-Y Zinssätze D vs. Krisenländer



* Effektivrendite für zehnjährige Staatsanleihen.

Quelle: Datastream.

Griechische Target-Salden, überproportionale Banknotenausgabe und ELA-Kredite (



Quelle: Bank of Greece, *Financial Statements*.

Quelle: Sinn, Hans-Werner: Die griechische Tragödie, ifo-Sonderausgabe, 29. Mai 2015, S.27

Griechische Tragödie

- Fehleinschätzung der Idee der Währungsunion
- Sie sieht keine externe Abwertung vor
- Sondern hilft der Regierung, intern abzuwerten
- Mit Troika, die Auflagen setzt (Austerität) und Hilfskredite zur Verfügung stellt um den Umstrukturierungsprozess abzuschwächen (Von Syriza als humane Katastrophe bezeichnet)

Wie weiter mit Griechenland: 4 Ansätze

1. Weiter wie bisher: unhaltbar, da Solidarität nicht gegeben ist
2. Griechenland wird zu einer Deflation gezwungen (Austerität):
Problem: Verschuldung führt zu vielen Konkursen
3. Das nördliche Europa inflationiert:
z. B. D +4% über 10 Jahre = 50 höheres Preisniveau
4. Grexit mit Einführung der Drachme und Abwertung

Das tragische Ende 1: Austritt aus dem Euro (Grexit)

- Einführung der Drachme, parallel zum Euro = Grexit
 - Alle Preise, Verträge und Renten werden in Drachme umgeschrieben
 - Abwertung auf 40 – 50% geschätzt
 - Noten behalten ihren Wert (ca. 50 Mrd. Euro)
- Beurteilung:
 - Hohe und unwiderrufliche Abschreibung für die Eurostaaten (200 - 300 Mrd. Euro) – Politisch unerwünscht
 - Massiver Einbruch der griechischen Wirtschaft: Konkurse, Importgüter extrem teuer, hohe Inflation: Wettbewerbsfähigkeit nur partiell oder überhaupt nicht gelöst
 - Hilfe der Euro-Staaten unerlässlich: Medizinimporte

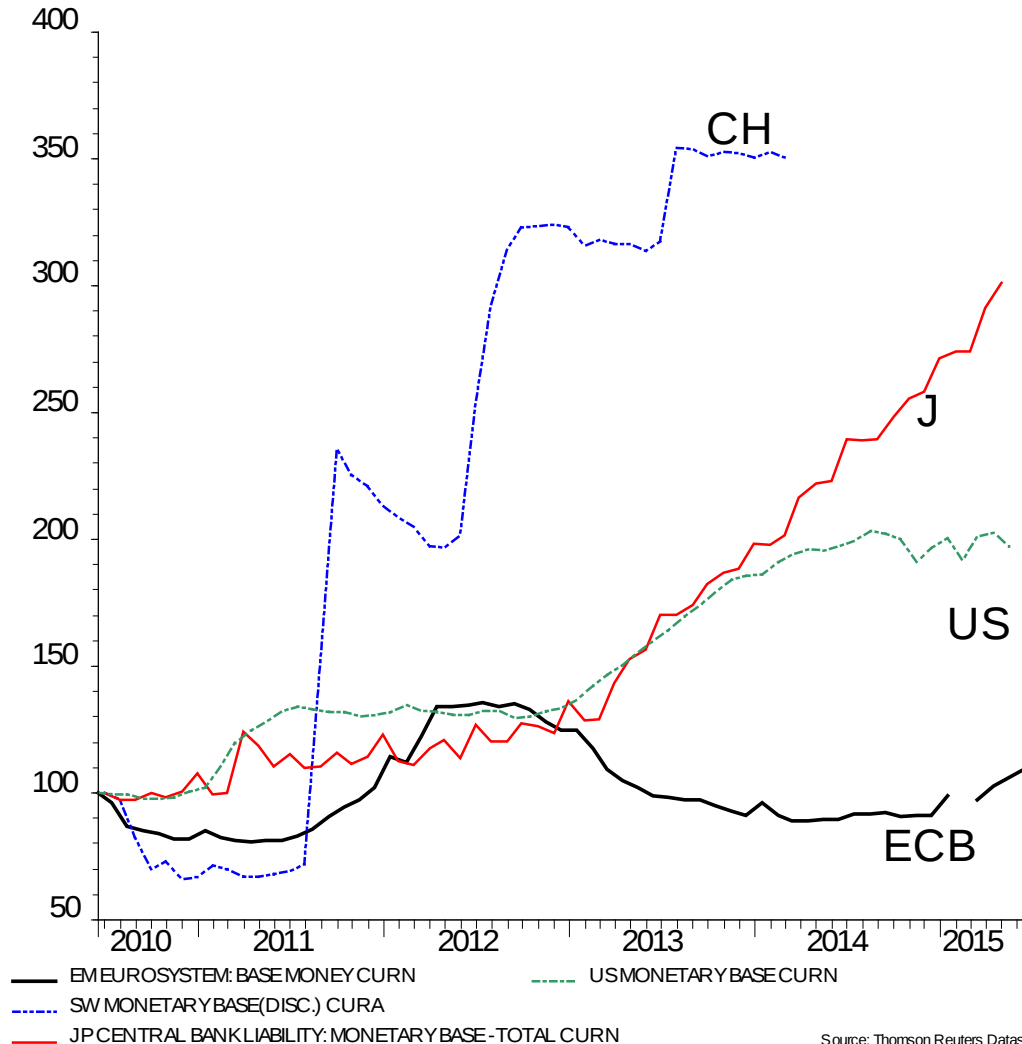
Tragisches Ende 2: Verbleib im Euro mit Austerität

- Kurzfristig:
 - Freigabe der rund 7 Mrd. Euro des letzten Hilfspaketes werden mit Auflagen freigegeben
- Mittelfristig:
 - ELA-Kredite werden nur noch moderat oder gar nicht mehr erhöht
 - Konkurs des Staates: Schuldenmanagement à la Zypern
 - Kapitalverkehrskontrollen werden eingeführt
 - Tiefe Rezession mit vielen Konkursen und Arbeitslosen wahrscheinlich
 - Neuwahlen
 - Bereitschaft zu neuen Austeritätsprogrammen steigt
- Beurteilung: Wahrscheinlichste Lösung

2. Die amerikanische Notenbank vor dem Exit aus einem einmaligen geldpolitischen Experiment _ Ausgang ungewiss

EUROSYSTEM: BASE MONEY

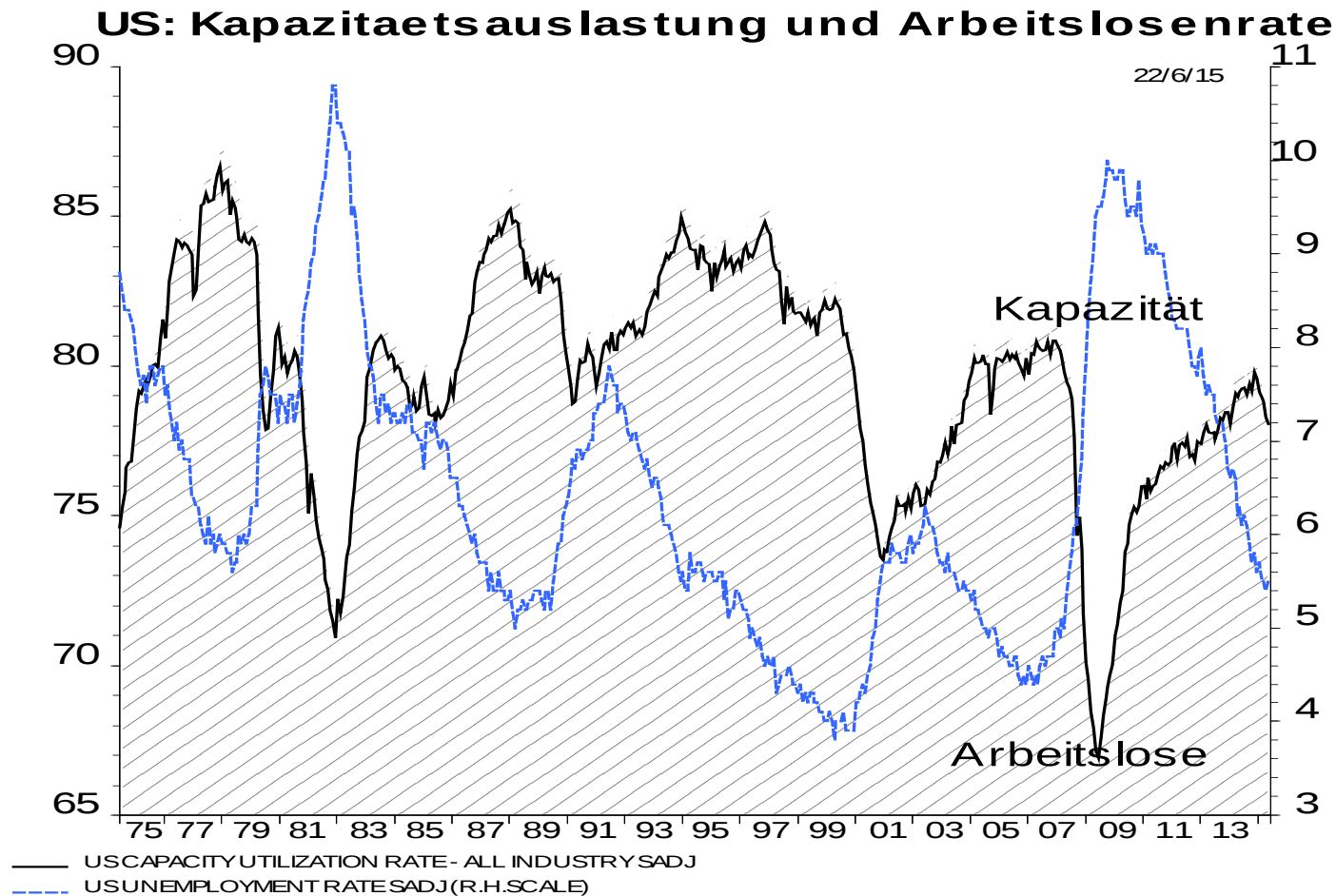
22/6/15



- Kaufprogramm für ABS und CBs angesetzt
- Bilanz soll mit Kauf von Staatsobligationen von 2 000 auf 3 000 Mrd. Euro erhöht werden

Arbeitslosigkeit sinkt auf 5.5%

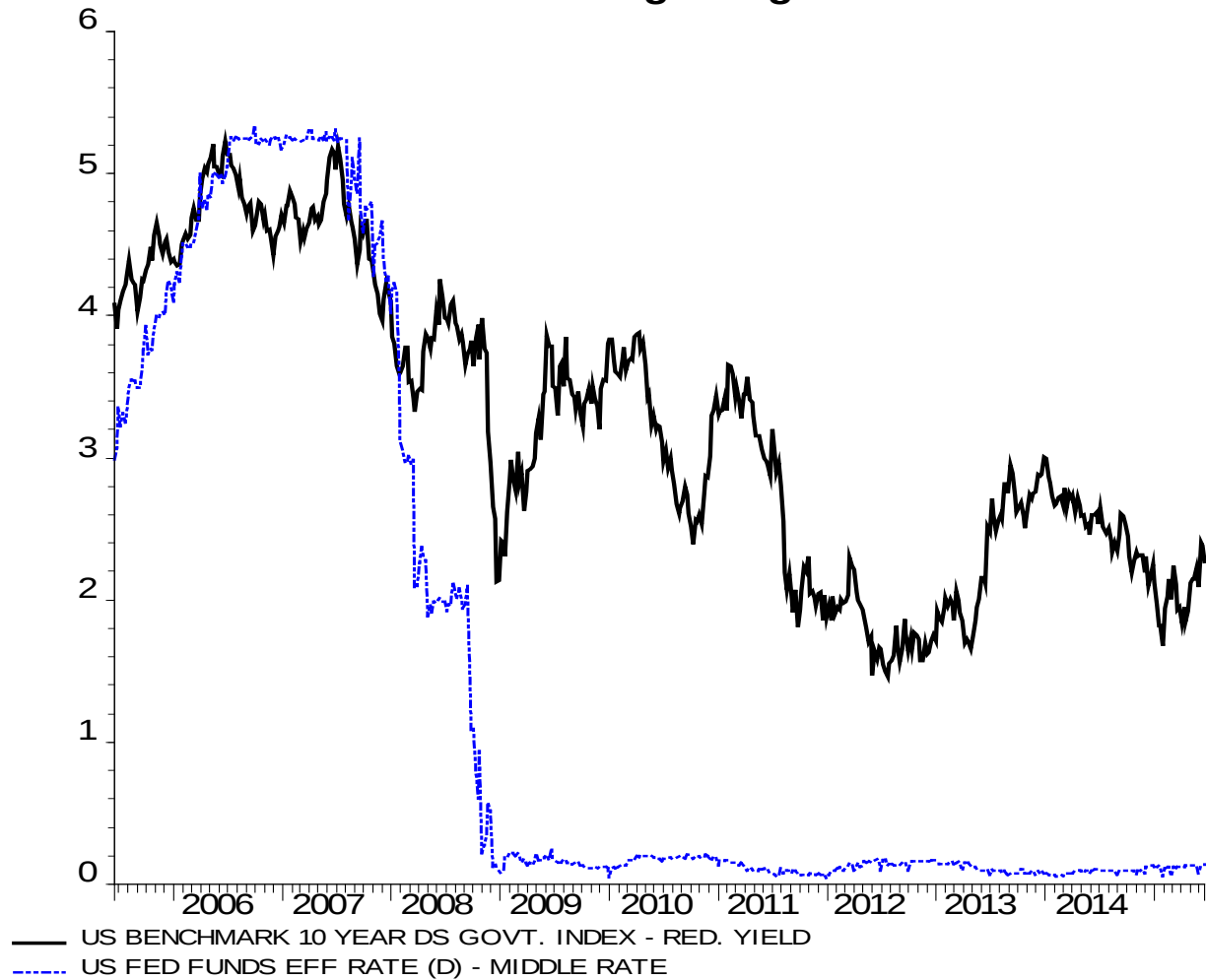
Kapazitätsauslastung nahe Vorkrisenniveau



Source: Thomson Reuters Datastream

US: Kurz- und langfristiger Zinssatz

22/6/15



Source: Thomson Reuters Datastream

Best Case für die USA: Soft landing

- Zinsen werden so moderat erhöht, dass keine Schocks an den Finanzmärkten entstehen:
 - US-Dollar steigt gegen Euro kontinuierlich an
 - Aktien und Obligationen erleiden nur geringe Kapitalverluste
 - US-Wachstum erreicht 2016/17 Potenzialwachstum
- Beurteilung: 70% Wahrscheinlichkeit

Worst Case im Falle der USA?

- “The FED is behind the Curve”:
 - FED fährt rasant in eine Kurve und ist mit einem Bremsweg von 11/2 Jahren konfrontiert
 - D. h.: Investoren rechnen in den 2020er-Jahren eine moderate Inflation
 - Die langfristigen Zinssätze beginnen bereits heute zu steigen
 - Das FED muss diese Inflationserwartungen brechen
 - Das geht nicht ohne die Bewertungsblasen am Bond-, Immobilien- und Aktienmarkt zum Platzen zu bringen
- Beurteilung: 30% Wahrscheinlichkeit

Die SNB, die EZB und das FED haben sich für einen
unkonventionellen Weg entschieden

Die Rückkehr auf die Normalspur wird nicht
ohne Blessuren abgehen

Hoffen wir das Beste!

Ich danke Ihnen