

<https://blog.de.erste-am.com/der-euro-eine-bestandsaufnahme/>

Der Euro – Eine Bestandsaufnahme

Gerhard Winzer



© (c) unsplash

Die Einführung des Euro ist eine Erfolgsgeschichte. Gleichzeitig bleiben aufgrund eines bewusst akzeptierten Konstruktionsfehlers die Restrisiken für die Auflösung der Währungszone bestehen. Eine Bestandsaufnahme zur aktuellen Lage, Chancen und Herausforderungen des Euro.

Integration

Mit der Umstellung auf den Euro als gemeinsames elektronisches Zahlungsmittel im Jahr 1999 und der Einführung des Bargeldes im Jahr 2002 ist ein weiterer großer Integrationschritt in der Europäischen Union (EU) erfolgt. Die Währung gilt seit damals als offizielles Zahlungsmittel in 19 Ländern mit 340 Millionen Menschen. Ab dem nächsten Jahr wird auch Kroatien zur Währungszone gehören.



Die drei Geldfunktionen

Die Notwendigkeit innerhalb des Euroraums Währungen zu tauschen wurde eliminiert, das Wechselkursrisiko ist damit weggefallen und die Preise wurden besser vergleichbar. Besonders wichtig ist, dass alle drei Funktionen, die Geld haben soll, tadellos erfüllt wurden:

1. Der Euro ist ein Tauschmittel. Er wurde von der Bevölkerung als Zahlungsmittel akzeptiert. Güter und Dienstleistungen werden mit dem Euro bezahlt.
2. Der Euro ist eine Recheneinheit. Der Wert von Gütern und Dienstleistungen wird in Euro ausgewiesen. Damit sind sie leicht vergleichbar.
3. Der Euro fungiert auch als Wertspeicher. Die Preise sind zwar nicht stabil, aber die durchschnittliche Inflation war seit der Einführung des Euro niedrig.

Digitales Zentralbankgeld

Die Zentralbanken stehen vor der strategischen Herausforderung, dass künftig auf den Internetplattformen die Konkurrenz zwischen den traditionellen Währungen und den blockchain-basierten Währungen zunehmen könnte. Das könnte unter anderem einen teilweisen Kontrollverlust der Zentralbanken beziehungsweise der Staaten über das Zahlungsmittel, eine technologische Abhängigkeit und eine verminderte Wahlfreiheit für die Nutzer bedeuten (wenn keine traditionellen Währungen mehr als Zahlungsmittel angeboten werden) sowie den Zugang zur (wahrscheinlich) sichersten Form des Geldes, eine Forderung an eine Zentralbank, gefährden. Deshalb wird über die Einführung einer Zentralbankwährung, die auf der Blockchain-Technologie basiert, nachgedacht. Man spricht von Central Bank Digital Currencies (CBDC). Wenn wir uns irgendwann mit einem Avatar in einer digitalen dreidimensionalen Bankfiliale einen gemischten Fonds kaufen, werden wir sicherlich in Euro bezahlen können. Sei es traditionell oder mit einem digitalen Blockchain-Euro.

Stabilität nach innen

Seit dem Jahr 1999 steht der Euro im Einklang mit der internen Stabilität. Die durchschnittliche Konsumentenpreis-inflation bis Juni 2022 liegt bei 1,98% im Jahresabstand. Das liegt nur leicht über dem alten Inflationsziel der Europäischen Zentralbank. Bis Juli 2021 galt eine Inflationsrate von maximal knapp unter 2% als Ziel. Seitdem gilt ein symmetrisches Inflationsziel von 2%.

Hohe Inflation

Aktuell sind die Eurozone und die Weltwirtschaft mit den Auswirkungen der Pandemie und des Krieges in der Ukraine konfrontiert. Die augenfälligste Entwicklung ist die hohe Inflation, ausgelöst durch Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage. Im OECD-Raum betrug die Konsumentenpreis-inflation im Mai 9,6% im Jahresabstand, in der Eurozone stiegen die Preise im Juni um 8,6% im Jahresabstand an.

Inflation in der Eurozone

Entwicklung seit Jänner 1999 / Daten vom 27.07.2022



Hinweis: Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Investments zu.

Inflationserwartungen

Ob es sich dabei um eine kurzfristige oder langfristige Entwicklung handelt, hängt entscheidend von der Entwicklung der Inflationserwartungen ab. Es gibt immer mehr wissenschaftliche Untersuchungen, die vorschlagen, dass die Inflationserwartungen maßgeblich von der Entwicklung der Inflation in der Vergangenheit beeinflusst werden. Wenn die Inflation für längere Zeit niedrig ist, kümmert diese Leute die Inflation wenig. Wenn sie jedoch für einige Zeit auf einem erhöhten Niveau liegt, wird die Inflation zu einem wichtigen Thema. Die Inflationserwartungen können dann deshalb permanent ansteigen, weil die Inflation angestiegen ist (adaptive Erwartungsbildung). Das aktuelle Risiko liegt damit in einer Inflationsspirale.

Leitzinsanhebungen

Die Zentralbanken versuchen mit Leitzinsanhebungen eben jene Inflationsspirale zu verhindern. Spät aber doch hat auch die Europäische Zentralbank (EZB) mit dem Ausstieg aus der ultra-expansiven geldpolitischen Haltung begonnen. Im Juli hat die EZB ihre drei Leitzinsen um jeweils einen halben Prozentpunkt angehoben. Hervorzuheben ist die Anhebung des Diskontsatzes von -0,5% auf 0%. Die seit dem Jahr 2014 andauernde Negativzinspolitik ist damit beendet. Die Anhebung war stärker als noch im Juni signalisiert. Für die Zukunft signalisierte die EZB weitere Anhebungen. Mit höheren Zinsen soll das Wirtschaftswachstum (die Nachfrage) so weit abgeschwächt werden, dass der Inflationsdruck fällt. Die Zentralbanken wollen eine weiche Landung bewerkstelligen. In der Vergangenheit wurde mit Leitzinsanhebungen jedoch oftmals eine Rezession ausgelöst.

Zinspolitik und Inflation

Das Problem mit einer restriktiven Geldpolitik ist, dass es in der Beziehung zwischen Zinsen und Inflation viele Unsicherheiten gibt:

1. Wie groß ist der Unterschied zwischen dem tatsächlichen und dem möglichen Bruttoinlandsprodukt (Produktionslücke)? Im Vorhinein ist es schwer zu schätzen, ob die Wirtschaft bereits überhitzt. Aktuell haben die Arbeitslosenraten in zahlreichen Ländern niedrige Niveaus erreicht (Eurozone: 6,6% im Mai).
2. Um wieviel soll das Wirtschaftswachstum abgeschwächt werden (die niedrige Arbeitslosenrate ansteigen), damit die Inflation um eine bestimmte Einheit fällt. Der Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und Inflation ist leider nicht stabil.
3. Wie sieht die Inflationsdynamik tatsächlich aus? Sind nur die kurzfristigen Inflationserwartungen angestiegen oder bereits auch die langfristigen? Zudem könnte es sein, dass strukturelle Faktoren wie Demografie und (De-)Globalisierung sowie externe Schocks (Pandemie, Energie- und Nahrungsmittelpreise) die Inflationsentwicklung maßgeblich beeinflussen und die Geldpolitik überraschend wenig Einfluss auf die Inflationsentwicklung hat.

Strukturell höhere Inflation

Tatsächlich gibt es vor allem zwei Argumente für eine strukturell höhere Inflation in den kommenden zehn Jahren als in der Zeit seit der Einführung des Euro.

1. Die arbeitsfähige Bevölkerung wird fallen. Der Arbeitsmarkt wird deshalb wahrscheinlich eng bleiben.
2. Zweitens erhöht die Tendenz zur Deglobalisierung das Kostenniveau.

Anhebung des Inflationsziels?

Die aktuell hohe Inflation wird wahrscheinlich fallen. Die Frage ist, auf welchem Niveau sich die Inflation stabilisieren wird. Unter, am, oder etwas über dem Inflationsziel der Zentralbank (2%). Es gibt ein realistisches Szenario, dass sich die Inflation langfristig etwas über dem Inflationsziel der Zentralbank von 2% einpendelt. Immerhin ist die Inflationsschätzung der Ökonomen laut EZB in dem Survey der Professional Forecaster für den Fünfjahreshorizont auf ein Allzeithoch von 2,2% angestiegen.

In diesem Fall würde die EZB vor einer schwierigen Entscheidung stehen. Entweder sie verfolgt dann eine permanent restriktive Politik, die das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigung beschädigt. Oder die EZB gibt entweder explizit oder implizit das Inflationsziel von 2% zugunsten eines etwas höheren Wertes auf.

Stabilität nach außen

Im Außenwert hat sich der Euro gegenüber einem breiten Währungskorb bis Juni 2022 um knapp 13% gefestigt (nominell effektiver Wechselkurs, Quelle: BIS). Bereinigt um den Unterschied der Inflation zwischen der Eurozone und den Währungen der Handelspartner, hat sich der Euro um knapp 12% abgeschwächt (real effektiver Wechselkurs, Quelle: BIS). Das bedeutet:

1. Der Euro war eine stabile Währung.
2. Die Inflation in der Eurozone war niedriger als in den anderen Ländern.

Abschwächung des Euro

Aktuell ist der US-Dollar im Vergleich zu vielen Währungen, nicht nur gegenüber dem Euro, stark. Dafür gibt es mehrere Gründe. Ein wesentlicher Faktor ist, dass die US-amerikanische Zentralbank die Leitzinsen bereits kräftig angehoben hat, während die Europäische Zentralbank die erste Leitzinsanhebung erst Anfang Juli vollzogen hat. Durch die Festigung des US-Dollar wird der Inflationsdruck in den USA reduziert, weil die Importpreise gedämpft werden. Dieser Wirkungskanal ist aktuell besonders relevant, weil ein guter Teil der hohen Inflation von der externen Seite stammt. Je fester die Währung, desto mehr wird die Inflation mittelfristig gedämpft, weshalb die Zentralbank (Fed) den Leitzinssatz auf ein geringeres Niveau anheben muss. Umgekehrt hat die Abschwächung des Euro den Inflationsdruck erhöht. Auch zur Unterstützung des Euro hat die EZB die Leitzinsen im Juli stärker als erwartet angehoben. Denn dadurch wird indirekt das Inflationsrisiko vermindert.

Euro-Dollar-Kurs seit Einführung der Währung

Entwicklung seit 1.1.1999 / Daten vom 27.07.2022



Source: Refinitiv Datastream

Hinweis: Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Investments zu.

Strukturelles Euro-Problem

Im Unterschied zu anderen Währungen ist der Euro zusätzlich mit einem strukturellen Problem konfrontiert: Auch 23 Jahre nach der Einführung des Euro ist der größte Konstruktionsfehler der europäischen Gemeinschaftswährung nicht behoben. Die Wirtschafts- und Fiskalpolitik ist nicht vergemeinschaftet. Damit bleibt ein Restrisiko für das Auseinanderbrechen der Währungszone bestehen. Das Grundproblem: Die Staaten wollen ihre (relative) Souveränität nicht aufgeben. Das ist in der Vergangenheit partiell nur in krisenhaften Erscheinungen geschehen (Euro-Staatsschuldenkrise).

Zielkonflikt zwischen Preisstabilität und Zusammenhalt der Eurozone

Die Europäische Zentralbank übt seit zehn Jahren de facto auch die Funktion eines Nofall-Bereitstellers von Liquidität aus (Lender of Last Resort). Wenn der Markt den Staaten kein Geld mehr zur Verfügung stellt, springt die Zentralbank ein. Das ist theoretisch kein Problem, sondern vielmehr wünschenswert, weil das in einer Krise die Kernaufgabe einer jeden Zentralbank ist. Zuletzt sind während der Pandemie die Staatsdefizite massiv angestiegen. Indirekt wurde das von der Zentralbank (durch massive Ankäufe von Staatsanleihen am Sekundärmarkt) finanziert. Wenn das „Drucken“ von Zentralbankgeld jedoch nicht nur in einer Krise, sondern strukturell ausgeübt wird, um das Fehlen einer gemeinsamen Wirtschafts- und Fiskalpolitik zu kompensieren, können auf die mittlere Sicht Probleme für die Stabilität entstehen. Solange die Inflation unter dem Zentralbankziel lag, war die sehr expansive Zentralbankpolitik (negative Zinsen und Käufe von Staatsanleihen) kein großes Problem. Weil jedoch aktuell die Inflationsraten kräftig angestiegen sind, hat der Zielkonflikt zwischen Preisstabilität und Zusammenhalt der Eurozone an Intensität gewonnen. Die EZB hat mit Leitzinsanhebungen begonnen und das Pandemieanleiheankaufsprogramm (PEPP) beendet. Das hat zu einer Ausweitung der Renditeaufschläge für das Länder-Kreditrisiko in der Eurozone beigetragen.

Transmission Protection Instrument

Deshalb hat im Juli die EZB ein neues Instrument vorgestellt: das Transmission Protection Instrument (TFP). Das TFP kann laut EZB aktiviert werden (Zentralbankkäufe von Anleihen), um einer ungerechtfertigten, ungeordneten Marktdynamik entgegenzuwirken, die eine ernsthafte Bedrohung für die Übertragung der Geldpolitik im gesamten Euro-Währungsgebiet darstellt. Es gibt keine Einschränkungen über die Höhe oder die Dauer der Ankäufe. Es wurden zwar einige Eignungskriterien für das TFP genannt, im Wesentlichen basierend auf der fiskalischen Gesamtlage eines Landes, aber die operationale Umsetzung ist unklar. Wann ein Anstieg des Renditeaufschlags für das Länder-Kreditrisiko ungerechtfertigt ist, also nicht mit einer Verschlechterung des volkswirtschaftlichen Umfeldes im Einklang steht, ist letztendlich subjektiv. Am ehesten dann, wenn in einem Land (zum Beispiel Spanien) die Renditeaufschläge stark ansteigen, weil es in einem anderen Land (zum Beispiel Italien) eine Verschlechterung gibt (Überwälzungseffekte).

Euro als Reservewährung

Der Anteil der Hauptreservewährung US-Dollar ist seit der Einführung des Euro von rund 70% auf rund 60% gefallen. Gleichzeitig ist der Anteil des Euro jedoch nicht angestiegen, sondern bei 20% relativ stabil geblieben. Die Erwartungen, dass der Euro zulasten des US-Dollar international an Bedeutung gewinnen könnte, wurden nicht bestätigt. Der langsame Bedeutungsverlust des US-Dollar ging mit einem Anstieg des Anteils der nicht traditionellen Währungen einher (alle Währungen außer US-Dollar, Euro, Britisches Pfund, Japanischer Yen).

Schlussfolgerung

Der Euro erfüllt die drei Funktionen des Geldes. Zudem hat die Währungszone mittlerweile drei große Krisen gut überstanden (Große Finanzkrise in den Jahren 2007 bis 2009, Euro-Staatsschuldenkrise in den Jahren 2011 und 2012 und die Pandemie in den Jahren 2020 bis 2022). Als Antwort auf die Krisen wurden zusätzliche Integrationsschritte unternommen, um den Bestand der Eurozone gewährleisten zu können. Auch auf die aktuellen Probleme – vor allem dem Zielkonflikt zwischen Inflationsbekämpfung und Zinsbelastung für die Staaten – wird sicherlich eine zufriedenstellende Antwort gefunden werden. Das Fehlen einer gemeinsamen Fiskal- und Wirtschaftspolitik bleibt jedoch eine Schwäche der Eurozone.

Dieser Beitrag ist der Auftakt zu unserem neuen [Euro-Dossier](#). In den kommenden Monaten werden Expert:innen der Erste Asset Management aus den CEE-Ländern hier Einblicke zu Themen rund um den Euro geben.

Der nächste Beitrag wird sich mit dem [Beitritt Kroatiens zur Eurozone](#) beschäftigen.

Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle Erste Asset Management GmbH. Die Kommunikationssprache der Vertriebsstellen ist Deutsch und jene der Verwaltungsgesellschaft zusätzlich auch Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und veröffentlicht. Für die von der Erste Asset Management GmbH verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt.

Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ sowie das Basisinformationsblatt sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com jeweils in der Rubrik Pflichtveröffentlichungen abrufbar und stehen dem/der interessierten Anleger:in kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen das Basisinformationsblatt erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage www.erste-am.com ersichtlich. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte ist in deutscher und englischer Sprache auf der Homepage www.erste-am.com/investor-rights abrufbar sowie bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich.

Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb von Anteilscheinen im Ausland getroffen hat, unter Berücksichtigung der regulatorischen Vorgaben wieder aufzuheben.

Hinweis: Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das schwer zu verstehen sein kann. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, empfehlen wir Ihnen, die erwähnten Fondsdokumente zu lesen. Diese Unterlagen erhalten Sie zusätzlich zu den oben angeführten Stellen kostenlos am jeweiligen Sitz der vermittelnden Sparkasse und der Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG. Sie können die Unterlagen auch elektronisch abrufen unter www.erste-am.com.

Wichtig: Die im Basisinformationsblatt angeführten Performance-Szenarien beruhen auf einer Berechnungsmethodik, die in einer EU-Verordnung vorgegeben ist. Die künftige Marktentwicklung lässt sich nicht genau vorhersagen. Die dargestellten Performance-Szenarien zeigen nur mögliche Erträge auf, basieren dabei aber auf den Erträgen in der jüngeren Vergangenheit. Die tatsächlichen Erträge könnten niedriger ausfallen als angegeben.

Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Merkmale unserer Anleger:innen hinsichtlich des Ertrags, der steuerlicher Situation, Erfahrungen und Kenntnisse, des Anlageziels, der finanziellen Verhältnisse, der Verlustfähigkeit oder Risikotoleranz.

Bitte beachten Sie: Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Eine Veranlagung in Wertpapieren birgt neben den geschilderten Chancen auch Risiken. Der Wert von Anteilen und deren Ertrag können sowohl steigen als auch fallen. Auch Wechselkursänderungen können den Wert einer Anlage sowohl positiv als auch negativ beeinflussen. Es besteht daher die Möglichkeit, dass Sie bei der Rückgabe Ihrer Anteile weniger als den ursprünglich angelegten Betrag zurückerhalten. Personen, die am Erwerb von Investmentfondsanteilen interessiert sind, sollten vor einer etwaigen Investition den/die aktuelle(n) Prospekt(e) bzw. die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“, insbesondere die darin enthaltenen Risikohinweise, lesen. Ist die Fondswährung eine andere Währung als die Heimatwährung des/der Anleger:in, so können Änderungen des entsprechenden Wechselkurses den Wert der Anlage sowie die Höhe der im Fonds anfallenden Kosten - umgerechnet in die Heimatwährung - positiv oder negativ beeinflussen.

Wir dürfen dieses Finanzprodukt weder direkt noch indirekt natürlichen bzw. juristischen Personen anbieten, verkaufen, weiterverkaufen oder liefern, die ihren Wohnsitz bzw. Unternehmenssitz in einem Land haben, in dem dies gesetzlich verboten ist. Wir dürfen in diesem Fall auch keine Produktinformationen anbieten.

Zu den Beschränkungen des Vertriebs des Fonds an amerikanische oder russische Staatsbürger entnehmen Sie die entsprechenden Hinweise dem Prospekt bzw. den „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“.

In dieser Mitteilung wird ausdrücklich keine Anlageempfehlung erteilt, sondern lediglich die aktuelle Marktmeinung wiedergegeben. Diese Mitteilung ersetzt somit keine Anlageberatung und berücksichtigt weder die Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen, noch unterliegt sie dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Unterlage stellt keine Vertriebsaktivität der Verwaltungsgesellschaft dar und darf somit nicht als Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanz- oder Anlageinstrumenten verstanden werden.

Die Erste Asset Management GmbH ist mit den vermittelnden Sparkassen und der Erste Bank verbunden.

Beachten Sie auch die „Informationen über uns und unsere Wertpapierdienstleistungen“ Ihres Bankinstituts.

Druckfehler und Irrtümer vorbehalten.



Gerhard Winzer

Gerhard Winzer ist seit März 2008 bei der Erste Asset Management tätig. Bis März 2009 war er Senior Fondsmanager im Bereich Fixed Income Asset Allocation, seit April 2009 ist er Chefvolkswirt.

Er hat einen HTL Abschluß und studierte an der Universität Wien Volkswirtschaft und Betriebswirtschaftslehre mit einem speziellen Fokus auf Finanzmärkte. Er ist CFA-Charterholder und war von 2001-2003 Teilnehmer:innen des Doktoratsprogramms für Finanzwirtschaft im Center for Central European Financial Markets in Wien.

Von Juli 1997 bis Juni 2007 war er in der CAIB, Bank Austria Creditanstalt, UniCredit Markets & Investment Banking im Research tätig. Die letzte Position war Direktor für Fixed Income/FX-Research und Strategie. Von Juli 2007 bis Februar 2008 verantwortete er die Asset-Allocation im Research der Raiffeisen Zentralbank (RZB) in Wien.