

Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE



Hat der Euro eine Zukunft – und wenn ja, welche?

Thomas Mayer
Flossbach von Storch Research Institute

21. März 2019

Agenda

- Die Mär von der Währungsunion
- Die Mär von der sicheren Einlage in der Bankenunion
- Ein „New Deal“ zur Rettung des Euro
- Ausblick



Die Mär von der Währungsunion

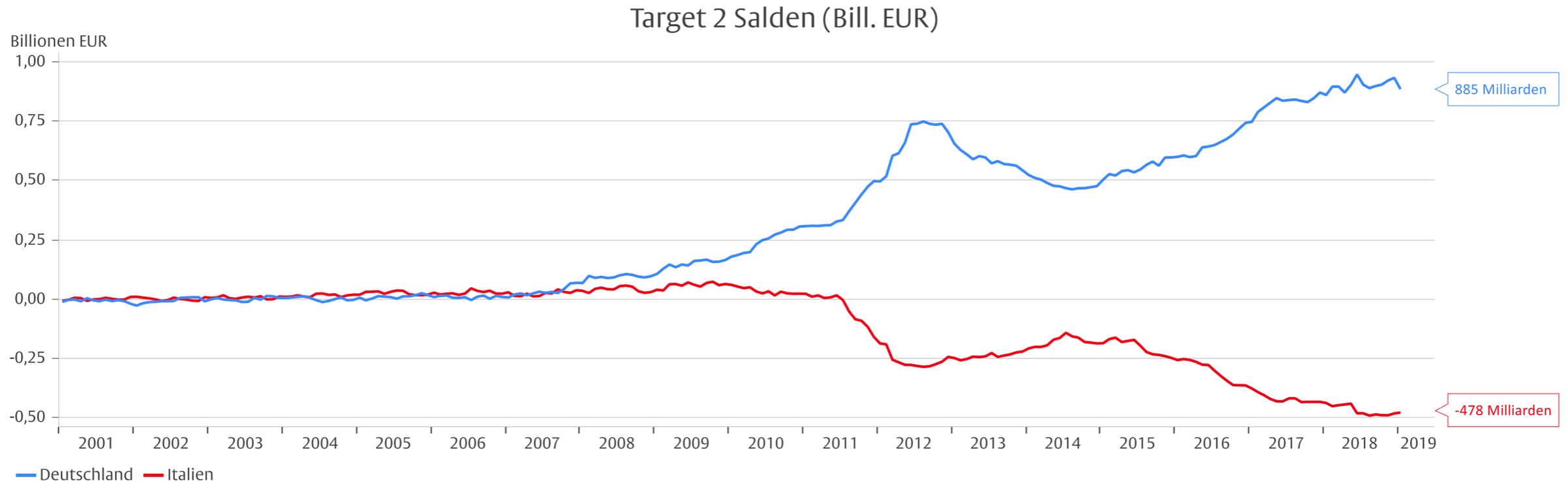
Statt Währungsunion haben wir nur eine Bargeldunion

- Banknoten (und Münzen) sind das einzige im gesamten Euroraum gleichwertige Zahlungsmittel
- Der Wert des Giralgelds hängt von der Qualität des Kreditportfolios der jeweiligen Emissionsbank und der Zahlungsfähigkeit des die Bank garantierenden Staats ab



Flucht von Giralgeld wird über das Eurosystem finanziert

Unbegrenzte Finanzierung von Zahlungsbilanzungleichgewichten zum Nulltarif

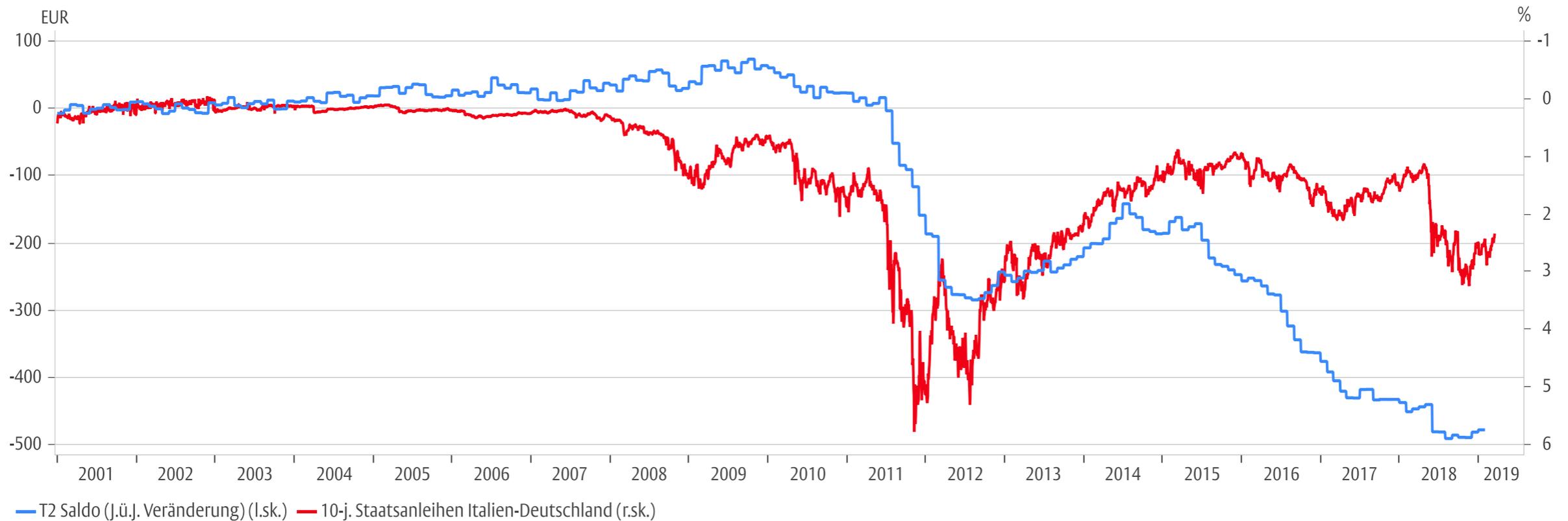


Quelle: Macrobond



Targetsalden reflektieren unkompensierte Risikodivergenzen

Italien: Target2 Saldo (Mrd. EUR) und Renditedifferenz (%)



Quelle: Macrobond



Ein Bank-Run kann den Euro (faktisch) brechen

- Abwanderung von Giralgeld muss mit Zentralbankgeld finanziert werden

Aktiva	Passiva
100 K	
10 R	110 E

→

Aktiva	Passiva
100 K	100 E

- Wenn die Zentralbank die Versorgung mit Zentralbankgeld beendet, können die Einlagen nicht mehr transferiert werden
- Der EZB-Rat kann die Vergabe von ELA mit 2/3 Mehrheit unterbinden
- Vermutlich werden im Fall eines Bank-Runs auf italienische Banken Überweisungen ins Ausland unterbunden und die Bargeldausgabe begrenzt



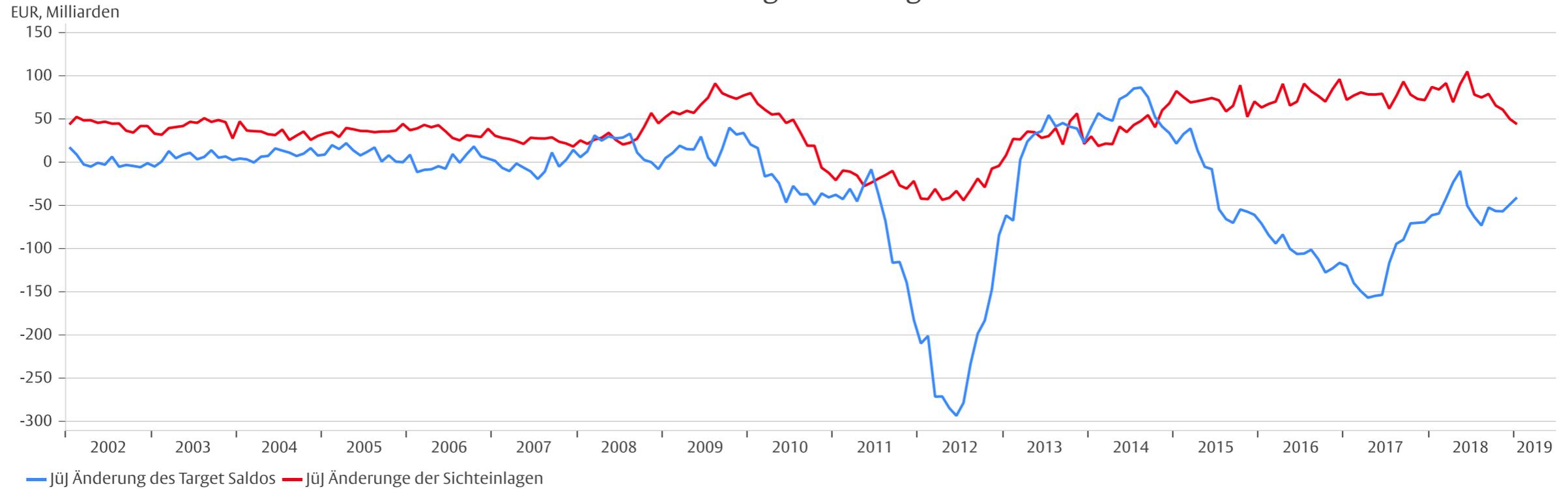
Und wenn sich im EZB Rat keine Mehrheit gegen endlose ELAs findet?

- Bei entsprechenden Kreditausfällen wird das Eigenkapital der Banca d´Italia negativ
- Eigenkapital und Reserven der Banca d´Italia = € 123,8 Mrd. (31.12.17)
- Eigenkapital und Reserven des Eurosystems = € 482,5 Mrd. (31.12.18)
- Kredite des italienischen Bankensektors = € 2.892,3 Mrd. (31.1.19)
- Ausfälle in Höhe von ca. 17% der gesamten italienischen Kredite würden Eigenkapital und Reserven des Eurosystems vernichten (NPL 2017 = 14,5%)
- Italienische Bankenkrise würde Euro-Wechselkurs fallen lassen



Noch machen sich die italienischen Bankkunden keine Sorgen

Italien: Sichteinlagen und Target2 Saldo



Quelle: Macrobond



Die Mär von der sicheren Euro-Bankeinlage in der „Bankenunion“

- Voraussetzung: „Sichere Banken“
 - Eigenkapitalunterlage von Staatsanleihen
 - Großkreditgrenze
 - Eigenkapitalquote von 25% (Martin Hellwig)
- Folgen: Starker Anstieg der Kreditkosten
 - Annahmen: Eigenkapitalkosten = 6% (\rightarrow KGV=16,7), Fremdkapitalkosten = 2%
 - Folge:
 - Kapitalkosten von $0,25 \times 6\% + 0,75 \times 2\% = 3\%$
 - Kreditkosten = Kapitalkosten 3% + operationale Kosten 1% + Risikoprämie 1% = 5%
 - Bsp. Italien: Zinsbelastung des Staates = $130\% \times 5\% = 6,5\%$ des BIP (heute 4% des BIP)
- **Ergo: EDIS muss Risiken auf die Gemeinschaft der Steuerzahler abwälzen**



Ein „New Deal“ zur Rettung des Euro



1. Die sichere Bankeinlage

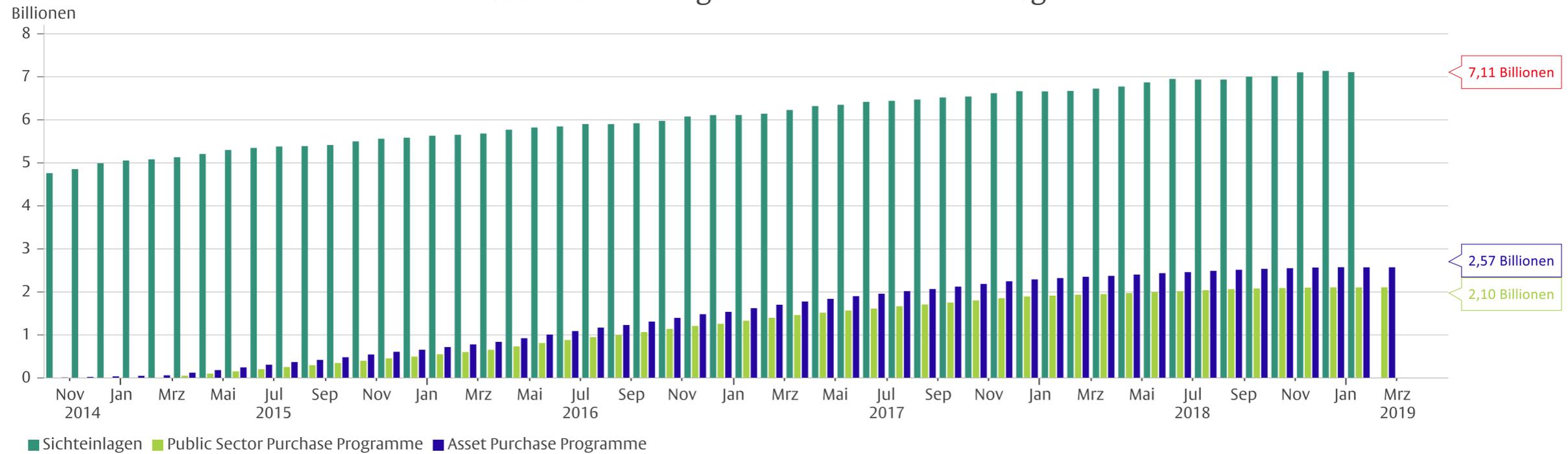
- Schaffung einer „sicheren Einlage“: Bankeinlage mit 100% Reservedeckung
- Mit Kreditvergabe geschaffene Bankeinlagen = Privates Bankengeld
- Privates Bankengeld wird behandelt wie vorrangige Schuldverschreibungen (mit variablem Kurs zu allem anderen Geld)



Deckung der Sichteinlagen durch EZB Wertpapierbestände

Expanded Asset und Public Sector Asset Purchase Programme (EAPP und PSAPP) $\approx \frac{1}{3}$ der Sichteinlagen

Eurozone: Sichteinlagen und Asset Purchase Programme



Quelle: Macrobond



Entschuldung durch die sichere Einlage

Der Chicago-Plan als historisches Vorbild

- Staatsschuld: 9,7 Billionen EUR (87% des BIP)
- Sichteinlagen: 7 Billionen EUR (62% des BIP)
- Verbleibende Staatsschuld nach Voldeckung der Sichteinlagen mit Staatsanleihen: 2,7 Billionen EUR (25% des BIP)



2. Der Euro als digitale Gemeinschaftswährung

- Übertragbarkeit der „sicheren Einlage“ per Blockchain / DLT
- Digitaler Euro: Öffentliche Digitalwährung als optionales Mittel zum Tausch und Rechnungseinheit
- Mit Kreditvergabe geschaffene Bankeinlagen = Privates Bankengeld
- Geldwettbewerb



Digitale Währungen: Die Welt der „Token“

- „Token“: Über Blockchain / DLT handelbare Medien
- Zahlungs-Token: Ungedeckte Zahlungsmittel ohne weitere Funktionalitäten (z.B. Bitcoin)
- Nutzungs-Token: Medien, die dem Nutzer Zugriff auf Dienstleistungen bieten (z.B. „Nounou“ Token für Gesundheitsdienstleistungen in China).
- Wertpapier-Token: Anrechte auf Investitionserträge (z.B. Dividenden-Token)
- Anlage-Token: Anrechte auf Vermögenswerte (Edelmetalle, Rohstoffe, Aktien, Immobilien)



Geldwettbewerb in der Welt der „Token“

- Schaffung rechtlicher Rahmenbedingungen für Token als Mittel für Zahlung und Wertaufbewahrung (Nutzungs-, Wertpapier- und Anlage-Token)
- Schaffung eines geordneten Markts für Token
- Öffentliche Wertpapier-Token: Anrechte auf Erträge öffentlicher Infrastrukturinvestitionen, Anspruch auf feste Zahlungen (Anleihe)
- Öffentliche Nutzungs-Token: Anrecht auf die Inanspruchnahme gebührenpflichtiger öffentlicher Leistungen (Verwaltung, öffentliche Gesundheitseinrichtungen, usw.)
- Öffentliche Zahlungen-Token: Euro als Gemeinschaftswährung



Zukunftsszenarien für die EWU

- „Liraisierung“ des Euro führt langfristig zum Ausstieg der Länder mit Hartwährungstradition
- Härtung führt zum Ausstieg der Länder mit Weichwährungstradition
- „Transferunion“ führt zur Sprengung der EWU
(politische Zentripetalkraft < ökonomische Zentrifugalkraft)
- Antwort: Entschuldung durch die Sichere Einlage als Gegenleistung für Geldwettbewerb



Ausblick

- Status-quo Orientierung der Politik
- Politik wird in Krisen zur Handlung gezwungen
- Erfolgreiches Krisenmanagement in der EWU ist wenig wahrscheinlich
- Wahrscheinlichkeit für den Erfolg ist größer, wenn Krisenszenarien und Auswege aus der Krise vorab diskutiert worden sind



LEGAL NOTICE

The information contained and opinions expressed in this document reflect the views of the author at the time of publication and are subject to change without prior notice. Forward-looking statements reflect the judgement and future expectations of the author. The opinions and expectations found in this document may differ from estimations found in other documents of Flossbach von Storch AG. The above information is provided for informational purposes only and without any obligation, whether contractual or otherwise. This document does not constitute an offer to sell, purchase or subscribe to securities or other assets. The information and estimates contained herein do not constitute investment advice or any other form of recommendation. All information has been compiled with care. However, no guarantee is given as to the accuracy and completeness of information and no liability is accepted.

Past performance is not a reliable indicator of future performance.

All authorial rights and other rights, titles and claims (including copyrights, brands, patents, intellectual property rights and other rights) to, for and from all the information in this publication are subject, without restriction, to the applicable provisions and property rights of the registered owners. You do not acquire any rights to the contents. Copyright for contents created and published by Flossbach von Storch AG remains solely with Flossbach von Storch AG. Such content may not be reproduced or used in full or in part without the written approval of Flossbach von Storch AG.

Reprinting or making the content publicly available – in particular by including it in third-party websites – together with reproduction on data storage devices of any kind requires the prior written consent of Flossbach von Storch AG.

© 2019 Flossbach von Storch. All rights reserved.

