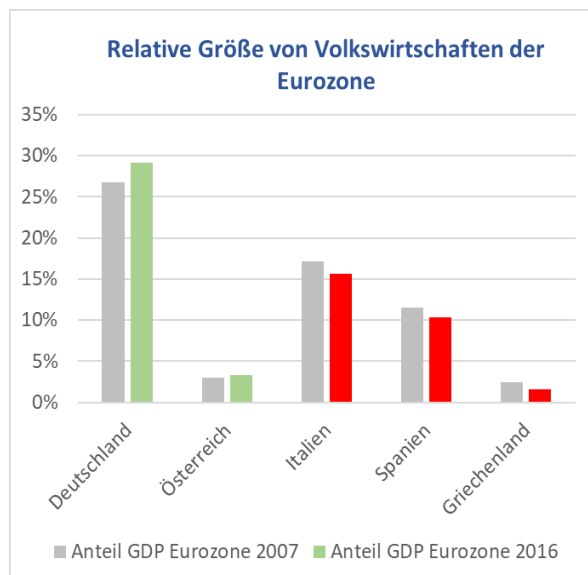


Italien: Neuauflage der Eurokrise?

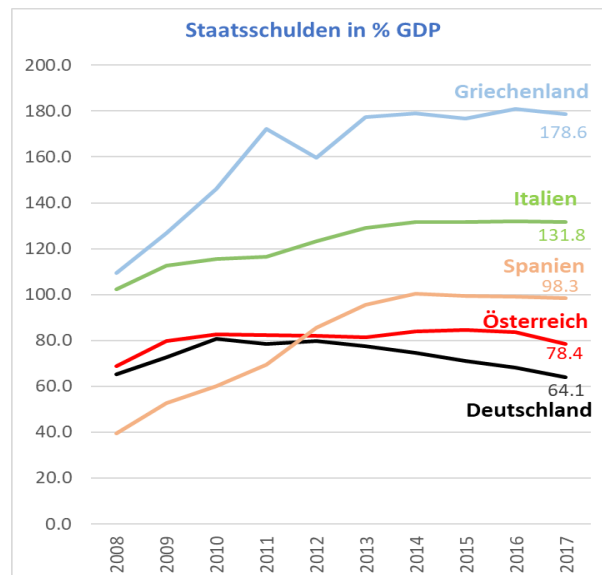
Nach dem Wochenende vom 26/27. Mai waren die Finanzmärkte aus dem Häuschen: Alte Ängste flackern auf. Diesmal versucht ein überschuldetes Euro-Land den Mitgliedern der Union Zugeständnisse abzupressen, indem man bewusst die Währungsunion destabilisiert. Der Präsident greift ein, am Ende der Woche einigt man sich doch noch auf ein akzeptables Kabinett und die Märkte atmen durch. Ist die Krise vorbei?

Italien, die drittgrößte Volkswirtschaft der Eurozone, ist 2018 noch höher verschuldet als während der Eurokrise. Mit der Einführung des Euro setzte in Italien die Erosion des Wertschöpfungskapazität der Wirtschaft ein. Italien hat bis heute nicht geschafft, seine Wirtschaftspolitik auf die Rahmenbedingungen der neuen Währung umzustellen. Die Konsequenz war ein Wirtschaftswachstum, das konsistent unter der Neuverschuldung blieb („strukturelles Defizit“), und damit den Wohlstand der Bürger systematisch untergrub. Deshalb versuchen nun die Populisten die system-relevante Bedeutung Italiens auszunutzen um von den EU-Partnern Konzessionen herauszuschlagen.

**System-relevant:
aber rückläufige Bedeutung**



**Staatsschulden
stetig steigend während sich EU stabilisiert**



Quelle: Eurostat

Reförmchen statt Reformen

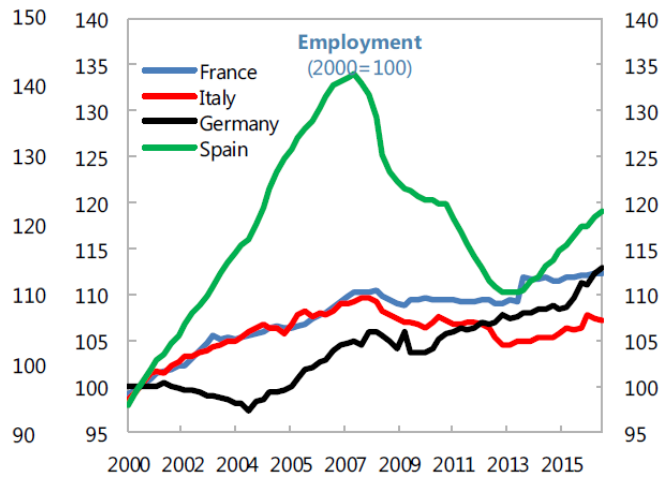
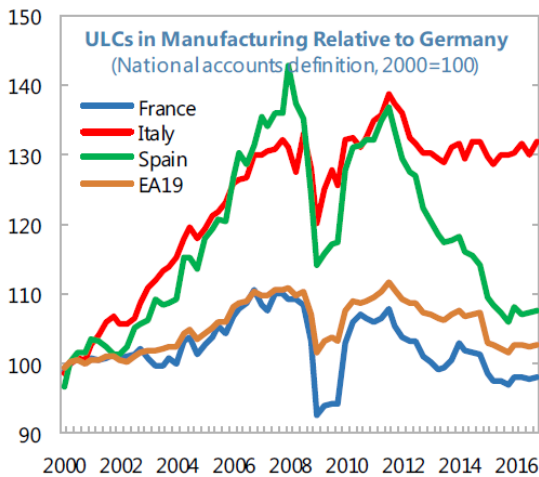
Italien hat es als einziges Land der Währungsunion seit der Eurokrise 2012-2013 nicht geschafft, seine Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern um höheres Wirtschaftswachstum zu erreichen oder sich

zu entschulden. Denn nur über nachhaltig höheres Wirtschaftswachstum kann es gelingen, das strukturelle Defizit (IMF-Forecast für 2018: 0,9%) zu übertreffen, und damit das Verhältnis zwischen Verschuldung und Wirtschaftsleistung zu stabilisieren, bzw. graduell zu verbessern.

Die Vorteile der Nullzinspolitik, die in den letzten Jahren das Budget durch den niedrigeren Schuldendienst stark entlasteten, konnten nicht genutzt werden. Die Wirtschaft konnte von den immer wieder verwässerten Reformen kaum profitieren, und verlor hier auch gegenüber den kraftvollen Reformanstrengungen anderer Staaten, wie Spanien und Irland, weiter an Boden. Die Investitionsfreude wurde darüber hinaus durch die katastrophale Lage am Bankensektor abgetötet, dessen Sanierung ebenfalls immer weiter verschoben wurde. Die Banken konnten keine neuen Kredite vergeben, weil sie auf einem riesigen Berg von notleidenden Krediten saßen, a) um etablierte Zombie-Unternehmen am Lebel zu erhalten und b) weil die neuen Bail-in Regeln der EU eine effiziente Sanierung blockierten. Dieses politische Schachmatt, das stark von Deutschland getragen wurde, war sicherlich ein wesentlicher Faktor für die Agonie der Realwirtschaft.

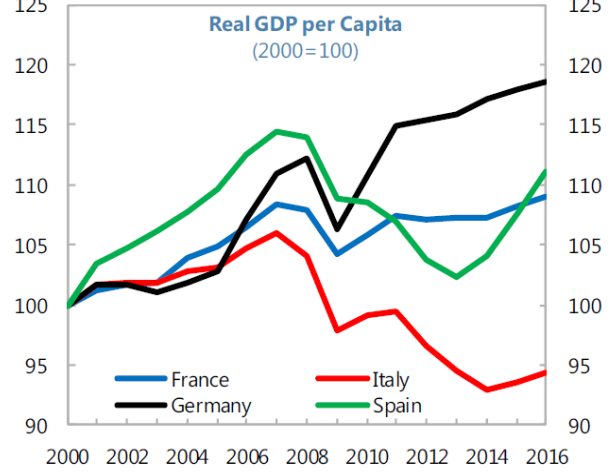
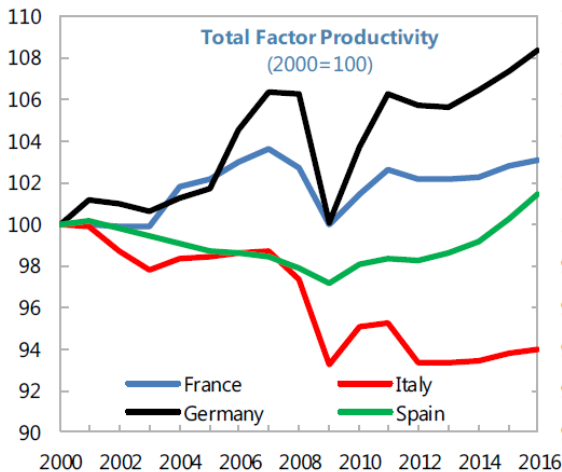
Kosteneffizienz: weiter im Hintertreffen

... daher keine Verbesserung am Arbeitsmarkt



... miserable Bilanz in der Produktivität

... Italien wird immer weiter abgehängt



Quelle: IMF

Die „Lösung“ der Populisten

Die Strukturreformen, für die die Nullzinspolitik der EZB Luft schaffen sollte, gerieten in Italien zu Reförmchen – und sogar diese wollen die Populisten nun abschaffen. Statt dessen will man Wachstum über höhere Ausgaben (z.B. höheres Arbeitslosengeld und Steuerentlastungen) erreichen. Alleine die Einführung der Flat Tax würde allerdings stolze EUR 63 Mrd p.a. kosten. Gegen die Arbeitslosigkeit gilt der Weg in die Frühpension als einzig probates Mittel¹. Die Idee, durch die Schaffung zusätzlicher Arbeitsplätze Wirtschaftswachstum zu erreichen und v.a. die junge Generation endlich zu fördern, wie dies der Rest Europas erfolgreich vorexerzierte, scheint weniger populär zu sein.

Die „Finanzierung“ für diese zusätzliche Belastung des Staatshaushalts soll dann von seiten der EZB kommen: die hat ja zur Stützung ihrer Nullzinspolitik insbesondere von Italien in den letzten Jahren Staatsanleihen aufgekauft – mittlerweile EUR 290 Mrd., und die könnte man ja einfach streichen. Damit würde der Schuldenberg Italiens sich von gegenwärtig EUR 2.260 Mrd. also um 12% reduzieren – läppisch in Anbetracht der erhöhten Ausgaben, die das strukturelle Defizit um mind. 3,3% p.a. erhöhen würden, denn woher das höhere Wirtschaftswachstum (ausserhalb der kurzfristigen Ankurbelung des Konsums) kommen soll, bleibt unklar. Die Märkte reagierten fassungslos und haben seither italienische Titel – Anleihen und Aktien – abverkauft. Der Euro ist im Sturzflug. Und die Herren der Lega-Nord wittern eine Verschwörung der Märkte und der Kommission.

Bedeutung für italienische Investoren

Interessanterweise haben die Italiener selbst die Zeichen an der Wand lang vor den Investment-Bankern gesehen und schon seit geraumer Zeit ihre eigene Anlagestrategie umgestellt: Sieht man sich die Zahlungsbilanz an, so stellt man fest, dass Italien seit 3 Jahren zunehmend seine Ersparnisse im Ausland investiert (während früher brav Staats- oder Bankanleihen zuhause gezeichnet worden waren). Diese Abflüsse gehen im übrigen zulasten des TARGET2 Saldos Italiens bei der EZB (also dem Zahlungsverkehrssystem der europäischen Zentralbanken): dort hat Italien mittlerweile stolze 444bn anschreiben lassen. Und im gleichen Maße sind die Forderungen der deutschen und holländischen Zentralbanken, als die größten Gläubiger der Union, angewachsen.

Trotz dieses neuen Sparverhaltens gibt es aber einen Unterschied zwischen Italien und den früheren Sorgenkindern der EU: Italien hat traditionell eine sehr hohe Sparquote und so ein sehr hohes Kapitalvermögen der privaten Haushalte angesammelt. Mit Ersparnissen von EUR 9 Billionen ist das Vermögen der Italiener ca. doppelt so hoch wie das der deutschen Haushalte. Dieses Vermögen ist zwar sehr uneben verteilt, aber Immerhin mehr als 50% der Haushalte haben ein Nettovermögen von über €180.000.- . Und ein Großteil von diesen Ersparnissen, soweit damit nicht das Eigenheim finanziert ist, liegt in italienischen Staats- und Bankenanleihen. Konkret bedeutet das, dass ein Zahlungsausfall oder eine Umschuldung Italiens auch direkt die Italiener trifft und nicht nur das europäische Finanzsystem destabilisiert.

¹ Konkret soll das Pensionsantrittsalter, das seit der Pensionsreform bei 67 Jahren liegt, auf 64 zurückgesetzt werden.

Destabilisierung des europäischen Finanzsektors

Besonders gefährdet ist natürlich der Bankensektor: die italienischen Banken halten EUR 627 Mrd. an italienischen Staatsanleihen, das sind ca. 20% ihrer Aktiva (Weltbank, BIS). Neben der Staatsverschuldung müssen wir auch die Finanzierung des privaten Sektors berücksichtigen: Der ist zwar mit 109,1% GDP² (Banque de France, Nov 2017) keineswegs exorbitant, aber die Kreditqualität ist desaströs: Der IMF mahnt gebetsmühlenhaft die Sanierung des Sektors ein, der 2017 nach gigantischen Abschreibungen, bzw. Rekapitalisierungen durch den Staat, immer noch EUR 224,2 Mrd. (Bloomberg) – davon ca. EUR 200 Mrd. sogenannte notleidende Kredite (Euromoney) – gelähmt bleibt, und die Wirtschaft nicht mit frischem Kapital versorgen kann.

Dankenswerterweise sind allerdings in den letzten Jahren nach dem bewährten Muster, das schon 2011 in die erste Eurokrise führte, wieder die europäischen Kollegen eingesprungen: und – auch das hat ja Tradition – nicht nur gegenüber dem Privatsektor, sondern auch zur Finanzierung der Staatsschulden. Am stärksten engagiert ist Frankreich mit EUR 259 Mrd., wovon allerdings lediglich 20% auf Staatsschulden fallen. Deutschland bringt es auf 76 Mrd., wovon beachtliche 42,9% auf den Bilanzen als Forderungen gegen den Staat aufscheinen. Den Vogel schießt allerdings Spanien ab: von 55 Mrd. wurden 68% in Staatspapiere investiert. (BIS) Die Jagd nach Renditen gekoppelt an die Eigenkapitalvorschriften der EZB hat wieder einmal die Banken dazu verführt ihre Bilanzen mit Staatsanleihen vollzustopfen. Bedauerlicherweise hat die hohe Abhängigkeit der Staatsfinanzierung in Europa vom Bankensektor die Regulatoren dazu veranlasst, die verheerende Bevorteilung von Staatsrisiko gegenüber Privatrisko beizubehalten, die schon in der ersten Eurokrise die Ansteckungseffekte im Bankensektor so virulent machte und wir sehen nun offenbar eine Wiederholung unter der Regie italienischer Populisten.

Die Börsen reagierten postwendend

Die Mailänder Börse verlor vom 24. bis 30. Mai knapp 10%, italienische Finanztitel knapp 20%. Europaweit setzte sich das Muster fort: Börsen mit hoher Gewichtung des Finanzsektors und Nähe zu Italien kamen stark unter Druck und verloren in der letzten Woche zwischen 3% und 5%.

Die Rentenmärkte notierten gemischt: Italienische Renditen schossen im 2-Jahres-Bereich diese Woche um sagenhafte 2% in die Höhe, aber auch lange Laufzeiten rentieren mittlerweile gegenüber April um mehr als 1,50% höher. Die Kursverluste schlagen sich mit 2% in breit diversifizierten europäischen Staatsanleihenfonds nieder, denn Italien hat innerhalb der Eurozone eine Marktkapitalisierung von mehr als 20%. Abgefedert wurden die italienischen Kursverluste durch Gewinne „sicherer“ Emittenten wie z.B. Deutschland. Die Renditen für 10-Jahres Bundesanleihen sind seit der Italienkrise um 0,30% gefallen.

Mit der politischen Kalmierung kam es seit dem 31. Mai zu einer Erholung nach dem Kurssturz.

Ausblick

Mit der politischen Einigung wurden Neuwahlen abgewendet – und die hätten voraussichtlich zu Stimmgewinnen für die Lega Nord geführt, also die Populisten noch stärker einzementiert. Daher die Erleichterung der Märkte. Die Frage ist allerdings, ob die völlig verantwortungslose Vorgangsweise

² Gross Domestic Product (Bruttoinlandsprodukt)

während der ersten Verhandlungen und die verständnislose Ablehnung aller nicht-italienischen Stakeholder nun im 2. Anlauf zu einer etwas konstruktiveren Verhandlungstaktik führen wird. Die bekanntgegebenen Besetzungen des Kabinetts lassen das zweifelhaft erscheinen. Leider muß man davon ausgehen, dass die Wähler weiterhin gekonnt manipuliert werden und offenbar niemand in Italien in der Lage ist, an den Hausverstand einer Nation vormals disziplinierter Bürger zu appellieren, ihre Ersparnisse nicht für politische Abenteurer zu riskieren und die Chancen der jungen Generation weiter zu desavouieren. Der Brexit hat vorexerziert, dass ein aufgewiegelter Mob von "Verlierern" durchaus in der Lage ist, katastrophale Fehlentscheidungen gegen das Staatswohl zu fällen.

Für die EU ist im Falle einer negativen Entwicklung ein Kompromiss schwer vorstellbar, denn Italien ist nicht schuldlos in eine Vertrauenskrise geschlittert, sondern hat diese ganz gezielt ausgelöst. Wieder einmal ist die Verflechtung des Bankensektors die Achillesferse. Die Bail-in Regelung hat sich als stumpfes Schwert erwiesen. Allerdings werden die politischen Lemuren in Brüssel, traumatisiert vom Brexit, alles daransetzen, nicht noch ein Mitglied zu verlieren, denn das könnte tatsächlich der Todesstoß für die EU sein, wie wir sie heute kennen.

Die absoluten Beträge für eine systemische Absicherung sind mit dem Gesamtkommtment des Euro-Rettungsschirms während der letzten Krise vergleichbar: damals kommittierte die EU EUR 500 Mrd., der internationale Währungsfonds weitere EUR 250 Mrd. Ob der allerdings beim 2. Aufguss noch einmal mitzieht ist unter einem Präsident Trump mehr als fraglich. Das Risiko einer Verpolitisierung innerhalb der EU-Gremien steigt damit.

Der Worst Case ist also eine Eskalation des gegenwärtigen Konflikts. Eine schnelle Beilegung ist höchst unrealistisch. Auf jeden Fall ist weit über die Sommermonate hinweg mit höherer Volatilität und wenig ambitionierten Aktienmärkten zu rechnen. Eine weitere Abschwächung des Euros wird allerdings für europäische Unternehmen, die keinen starken Bezug zu Italien haben, ein höchst attraktives Umfeld bieten. Auch die Phantasie für einen vorgezogenen Ausstieg der EZB aus ihrem Quantitative Easing Programm ist nun wohl endgültig vom Tisch und wird einer Beibehaltung des gegenwärtigen Fahrplans, und damit einer Verlängerung der Nullzinspolitik weichen. Dies wird auch durch die wenig berauschenden Wirtschaftszahlen der Eurozone während der letzten Monate unterstrichen.

Wien, 3.6.2018

Karin Kisling
Portfolio Manager
Savity

**Mag. Karin Kisling**

Karin Kisling ist Portfolio Managerin bei Savity. Die studierte Betriebswirtin kann auf mehr als 30 Jahre Erfahrung in der Wertpapieranalyse, im institutionellen Asset Management und in der Auswahl von Fondsmanagern verweisen. Sie war unter anderem bei Vontobel Asset Management, Rabobank International und Benchmark Capital Management GmbH sowohl im In- und Ausland in leitenden Positionen tätig.

Savity

Savity ist eine Vermögensmanagement-Dienstleistung der Advisory Invest GmbH, die speziell auf die Bedürfnisse privater Kunden zugeschnitten ist. Als digitaler Geldanlage-Manager kümmert sich Savity mit höchster Professionalität um die passgenaue Geldanlage seiner Kunden und bietet Privatanlegern einen direkten und einfachen Zugang zu Anlagestrategien, die bisher institutionellen und superreichen Investoren vorbehalten waren. Die einfache und selbsterklärende Benutzeroberfläche von Savity erlaubt es Privatkunden, ihre Geldanlage ohne zeitintensive Vorbereitung rasch und kostengünstig vom Wohnzimmer aus zu erledigen. Savity wurde 2017 erstmals österreichischen Privatanlegern angeboten.