



Dr. Daniel Hartmann
Chefofkwirt

Analyse:

Italien auf Abwegen

17. Mai 2018

www.bantleon.com

In Italien wird derzeit »La Traviata« aufgeführt (in wörtlicher Übersetzung: »die vom Wege Abgekommene«). Jedenfalls ist der von den potentiellen Regierungsparteien ins Spiel gebrachte Vorschlag eines Schuldenerlasses an Dreistigkeit kaum zu überbieten. So heisst es in einem gemeinsamen Papier der Lega und 5-Sterne-Bewegung (Cinque Stelle), die EZB solle einfach von den angekauften italienischen Staatsanleihen 250 Mrd. EUR abschreiben (derzeit halten die EZB/Banca d'Italia zusammen 341 Mrd. EUR italienische Staatsanleihen).

Damit wurden nicht nur die Euro-Partner, sondern speziell die EZB vor den Kopf gestossen, der Staatsfinanzierung ausdrücklich untersagt ist. Zwar wird mittlerweile beschwichtigt, es handele sich um einen alten Entwurf einer Vereinbarung, der keine Gültigkeit mehr besitzt. Dennoch lassen noch weitere Passagen des Dokuments aufhorchen: So soll der Beitrag Italiens zum EU-Budget neu verhandelt (d.h. gesenkt) werden. Ausserdem spricht sich das »Duo Infernale« für die rechtliche Möglichkeit aus, die Währungsunion freiwillig zu verlassen.

Die Vorschläge haben im In- und Ausland für Empörung gesorgt. Es ist klar, dass die Koalitionsvereinbarung am Ende – so sie denn zustande kommt – europafreundlicher ausfallen wird. Dafür wird schon allein Staatspräsident *Sergio Mattarella* sorgen. Aber selbst wenn die offen europafeindlichen Passagen gestrichen werden, zeichnet sich mindestens in zwei Bereichen ein Konflikt mit der EU bzw. den Euro-Partnern ab. Cinque Stelle bzw. die Lega wollen auf jeden Fall die wichtigsten Wahlversprechen umsetzen. Dazu gehören die Ausweitung der Arbeitslosenversicherung (»Grundeinkommen für alle«), Steuersenkungen (Flat-Rate-Tax) und das Zurückdrehen der Rentenreform aus dem Jahr 2012. Diese Pläne werden selbst nach den vorsichtigen Schätzungen der Protagonisten Einnahmeausfälle

bzw. Ausgabensteigerungen von über 20 Mrd. EUR (= 1,2% des BIP) nach sich ziehen.

Das Haushaltsdefizit, das 2017 bei 2,3% des BIP lag, würde somit aller Voraussicht nach auf über 3,0% ansteigen. Selbst dann, wenn die 3,0%-Marke noch knapp eingehalten wird, läge aber ein Verstoss gegen den Fiskalpakt vor. Aufgrund seiner hohen Staatsverschuldung (= 132% des BIP) ist Italien verpflichtet, zusätzliche Anstrengungen zur Reduzierung des Defizits zu unternehmen.

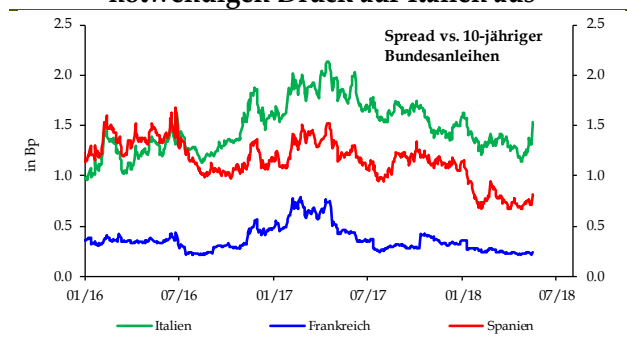
Im Nachgang der Finanzkrise haben sich überdies alle Euroländer darauf verständigt, die Rentensysteme auf eine sichere Grundlage zu stellen. Es war daher eine der ersten Massnahmen *Mario Montis*, der nach dem Sturz *Berlusconi*s als Krisenmanager eingesetzt wurde, eine umfassende Rentenreform umzusetzen. Damit sollte Vertrauen an den Finanzmärkten zurückzugewonnen werden (unter anderem wurde das Renteneintrittsalter auf 67 Jahre erhöht). Die Lega/Cinque Stelle wollen die grössten Härten dieser Reform jetzt wieder rückgängig machen. Damit würden sie zumindest gegen den neuen Reformgeist der Währungsunion verstossen.

Was können die übrigen Euroländer jedoch tun, um Italien zu disziplinieren? Das Strafverfahren des Stabilitätspakts (»Verfahren bei einem übermässigen Defizit«) hat sich in der Vergangenheit als stumpfes Schwert erwiesen. Der Prozess ist langwierig und die Regeln lassen starke Interpretationsspielräume zu. Am Ende wurden nie Sanktionen verhängt. Letztendlich setzt das Vertragswerk der EU stark auf den Kooperationswillen und die Vertragstreue ihrer Mitglieder. Das dies problematisch ist, wurde bereits an anderer Stelle (Ungarn/Polen) sichtbar.

Als einziges wirksames Disziplinierungsinstrument innerhalb der Eurozone verbleiben somit die Kapitalmärkte. Nur eine Ausweitung der Risiko-

aufschläge von Staatsanleihen übt den notwendigen Druck auf die Politiker aus. In kürzester Zeit können hier Höhen erreicht werden, die grundlegende Zweifel an der Schuldenfähigkeit hervorrufen. Italien musste dies bereits 2011/2012 am eigenen Leib erfahren. Auch dieses Mal scheint der Mechanismus zu funktionieren (vgl. Abbildung). Die Spreads 10-jähriger italienischer Staatsanleihen (gegenüber entsprechenden Bundesanleihen) stiegen in kürzester Zeit von 120 auf 155 Bp an. Letzteres hat dazu beigetragen, dass Cinque Stelle und die Lega ihre europakritischen Passagen schnell wieder inkassiert haben.

Allein Spreadausweitungen üben den notwendigen Druck auf Italien aus



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Eine erste Lehre der jüngsten Entwicklung liegt daher auf der Hand: Die heilsame Disziplinierung durch die Märkte darf nicht völlig aufgegeben werden. Jeder Schritt in Richtung Vertiefung der Währungsunion, der den Mechanismus abschwächt oder sogar ausser Kraft setzt, muss daher gut überlegt sein.

Derzeit werden vor allem folgende Massnahmen diskutiert, die auf eine weitere Vergemeinschaftung von Schulden und Risiken hinauslaufen:

- Gemeinsame Einlagensicherung der Eurostaaten (Edis)
- Bündelung und Verbriefung von EUR-Staatsanleihen (Sovereign Bond Backed Securities) zu einer Art Eurobond
- Erleichterter Zugang zu ESM-Krediten
- Ein gemeinsames Euro-Budget

Der holprige Prozess der italienischen Regierungsbildung dürfte die kritische Haltung der Nordländer gegenüber diesen Projekten weiter verstärkt haben. Die Wahrscheinlichkeit, dass im Rahmen des kommenden EU-Gipfels durchgreifende Massnahmen beschlossen werden, ist mithin weiter zurückgegangen. Die Populisten Italiens haben dem Reformlager unter der Führung *Emmanuel Macrons* damit einen Bärendienst erwiesen.

Eine zweite Lehre der jüngsten Ereignisse ist, dass die Spreadeinengung innerhalb der Währungsunion kein Selbstläufer ist. Dabei gilt zu berücksichtigen das in den vergangenen Quartalen das konjunkturelle und weltwirtschaftliche Umfeld Italien und anderen potentiellen Krisenländern noch wohlgesonnen war. Seit Jahresbeginn hat das freundliche Konjunkturbild indes erste Risse bekommen. Sollte sich diese Eintrübung in den nächsten Monaten fortsetzen, wovon wir ausgehen, nimmt die Gefahr von Spreadausweitungen innerhalb der Eurozone weiter zu. Dies gilt umso mehr, als dieses Mal auch die EZB nicht so schnell in die Bresche springen wird.

Rechtlicher Hinweis

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.