M.M.WARBURG & CO
BANK

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

28. Juli 2022

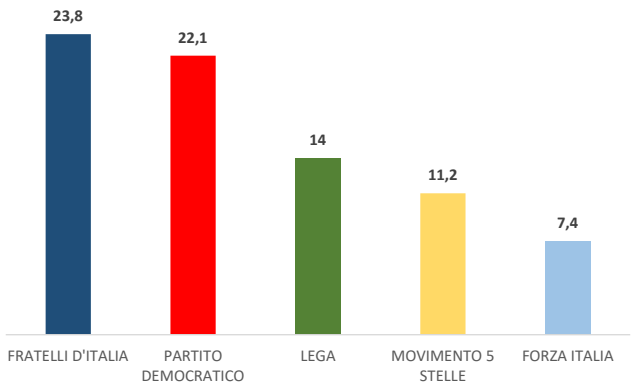
Quo Vadis Eurozone: Was das italienische Politdrama für die Währungsunion bedeuten könnte

Unter dem Eindruck eines Streits mit der 5-Sterne Bewegung hat der italienische Ministerpräsident Mario Draghi vergangene Woche seinen Rücktritt verkündet. Dies hat die Sorge um die seit Jahren angeschlagene politische Stabilität des europäischen Schwergewichts erneut in den Fokus gerückt. Wenngleich Sergio Mattarella als Staatsoberhaupt das erste Rücktrittsgesuch zunächst noch ablehnte und Draghi ein darauffolgendes Vertrauensvotum im Senat formal für sich entscheiden konnte, hat er die von ihm angepeilte breite Zustimmung seiner Koalition der nationalen Einheit verfehlt. Schließlich stimmten die Lega, die Forza Italia und die 5-Sterne-Bewegung bei der Sitzung nicht einmal ab. In der Folge reichte Draghi eine zweite Rücktrittserklärung ein, welche Mattarella aufgrund der verfahrenen Situation akzeptierte und in der Konsequenz die Auflösung des Parlaments verkündete.

Das in Anbetracht der aktuellen geopolitischen und ökonomischen Großwetterlage verantwortungslose Zerwürfnis der Technokratenregierung kommt zur Unzeit. Schaut man auf die aktuellen Wahlumfragen, dürften die für den 25. September anstehenden Neuwahlen nicht nur nationale Wellen schlagen, sondern auch einen langen Schatten auf Europa werfen.

Die Rechtsaußen-Partei der Bruderschaft Italiens (Fratelli d'Italia, kurz: FdI) liegt in einer aktuellen Meinungsumfrage mit 23,8% als stärkste Kraft knapp vor der Partito Democratico, gefolgt von der Lega, die noch auf 14% der Wähler zählen kann. Weit abgeschlagen kommen die 5-Sterne-Bewegung nur noch auf 11,2% und Berlusconis Forza Italia auf 7,4%.

Abb. 1: Sonntagsfrage Italien (Stand 19.07.2022)

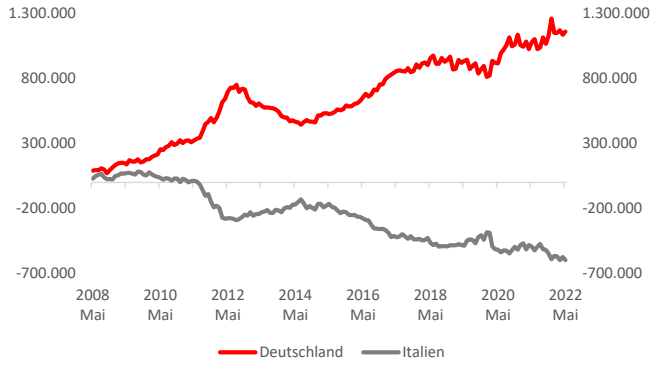


Quelle: Italienisches Ministerratspräsidium, SWG spa. In Prozent.

Eine Regierung unter der Führung der euroskeptischen und nationalistisch geprägten FdI birgt ein erhebliches Konfliktpotenzial für Europa. Eine absehbar deutlich auf Konfrontationskurs mit dem Rest der Eurozone gehende Regierung dürfte die Konsensbildung erschweren und sorgt zudem grundsätzlich für eine erhöhte Unsicherheit sowohl auf der politischen Bühne als auch an den Kapitalmärkten. Allerdings ginge mit einer italienischen Koalition nationalistischer Euroskeptiker auch ein weniger offensichtliches Risiko einher, welches nicht zu unterschätzen ist. Zwar strebt die FdI mittlerweile offiziell keinen EU-Austritt nach dem Vorbild des Brexit mehr an, obwohl sie einen solchen in der Vergangenheit gefordert hat. Sie könnte entsprechende Bemühungen aber glaubhaft androhen. Diese glaubhafte Androhung ist es, welche ihr einen mächtigen Verhandlungshebel verschafft. Doch was für Ziele könnte sie damit verfolgen und was verleiht dem Verhandlungshebel eine derartige Bedeutung?

Um die zu erwartende Drohkulisse zu verstehen, muss man einen Blick in die Bilanz der italienischen Notenbank, der Banco d'Italia (kurz: BdI), werfen. Dort findet sich unter den Passiva mit den Target2-Verbindlichkeiten ein seit Jahren wachsender Bilanzposten, der geradewegs auf die ungeheure Summe von 600 Mrd. Euro zusteuert. Zum Vergleich: Der ganze Bundeshaushalt für 2022 hat nach heutigem Stand eine Größenordnung von unter 500 Mrd. Euro.

Abb. 2: Target2-Forderungen Deutschlands und Target2-Verbindlichkeiten Italiens im Vergleich



Quelle: EZB, Deutsche Bundesbank, Banco d'Italia. In Mio. Euro.

Diese Verbindlichkeit ist bei einem Verbleib der Banco d'Italia im Eurosystem erst einmal unbedenklich, da sie als solche nie glattgestellt wird und auch nicht werden muss. Da sich alle Target2-Forderungen und Target2-Verbindlichkeiten auf europäischer Ebene genau entsprechen und damit saldiert Null ergeben, werden diese nicht einmal in der Bilanz der EZB dargestellt. Die Frage ist jedoch – und dafür gibt es keine Blaupause – was passiert, wenn ein Land mit derartig gewichtigen Verbindlichkeiten gegenüber der EZB aus dem Währungsgebiet und der EU ausscheidet. Mal angenommen, eine nationalistische Partei wie die FdI würde eine erfolgreiche politische Kampagne auf die Beine stellen, an dessen Ende der Austritt Italiens aus der Eurozone und die Wiedereinführung der Lira stünde. Dann könnten die von der BdI angehäuften Target2-Verbindlichkeiten nicht einfach mehr als Ausgleichsposten betrachtet werden. Sie wären aus der Sicht der EZB und ihrer Eigentümer eine unbesicherte, in Euro denominierte Forderung gegenüber einer ausländischen Zentralbank, welche ordnungsgemäß nur durch die Übertragung entsprechend werthaltiger Aktiva aufgelöst werden könnte. Möglicherweise würde eine italienische Notenbank aber wenig Interesse an der Begleichung dieser Forderung haben. Das heißt, selbst wenn die Banco d'Italia entsprechende Aktiva in ausreichender Höhe zur Hand hätte: Sie würde diese kaum an die EZB übertragen. In diesem Fall müsste die EZB diese uneinbringliche Forderung in letzter Konsequenz abschreiben. Der daraus resultierende Verlust müsste wiederum von allen Eigentümern der EZB gemäß ihres Kapitalschlüssels, allen voran von der Deutschen Bundesbank, getragen werden. Denn die für Verluste in Artikel 33.2 der Satzung des ESZB und der EZB vorgesehenen Reserven würden bei weitem nicht ausreichen, um einen derartigen Betrag zu decken. Zur Einordnung: Der Anteil der Bundesbank am Grundkapital beträgt rund 21%; da aber für Verluste der EZB nur nationale Notenbanken des Euroraums aufkommen müssen, liegt der effektive Kapitalschlüssel bei über 26%. Der auf die Bundesbank entfallende Anteil von gut 150 Mrd. Euro würde auch deren Grundkapital und Reserven übersteigen.

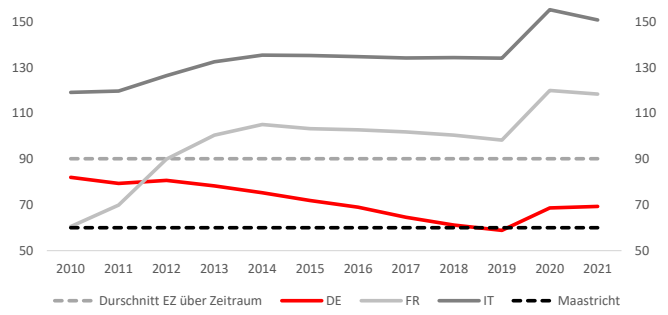
Ein privates Unternehmen wäre in einem solchen Fall insolvent – eine Notenbank hingegen nicht. Schließlich ist sie als geldausgebende Institution per Definition immer zahlungsfähig. Wie die EZB in einem Konvergenzbericht aus 2016 konstatiert, ist allerdings eine Rekapitalisierung der nationalen Notenbanken durch die zugehörigen Mitgliedsstaaten vorgesehen, sofern sie ein negatives Nettoeigenkapital aufweisen[1]. In letzter Konsequenz bleiben dann zwei Möglichkeiten: Entweder die verlusttragenden Staaten schießen unmittelbar Einlagen nach, womit der Steuerzahler direkt betroffen ist, oder es wird so lange auf die Ausschüttung der Seigniorage und anderer Notenbankgewinne an den Staat verzichtet, bis der Verlustvortrag aufgelöst ist. Beides kommt in der Summe auf das Gleiche hinaus, letztere Option streckt das Problem jedoch auf einen langen Zeitraum - angesichts des Volumens allerdings auf einen schier endlos langen Zeitraum.

[1] Siehe Konvergenzbericht der EZB von Juni, 2016, S. 27-28:"Insbesondere ist jegliche Situation zu vermeiden, die dazu führt, dass das Nettoeigenkapital einer NZB über einen längeren Zeitraum hinweg geringer als ihr Grundkapital oder gar negativ ist. Hierzu zählen auch Fälle, in denen Verluste, die Kapital und Rücklagen übersteigen, vorgetragen werden. Dies kann negative Auswirkungen auf die Fähigkeit der NZB haben, ihre Aufgaben im Rahmen des ESZB, aber auch ihre nationalen Aufgaben wahrzunehmen. Darüber hinaus kann eine solche Situation die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik des Eurosystems beeinträchtigen. Sofern das Nettoeigenkapital einer NZB ihr Grundkapital unterschreitet oder sich gar ins Negative kehrt, muss daher der jeweilige Mitgliedstaat die NZB innerhalb eines vertretbaren Zeitraums mit einem angemessenen Kapitalbetrag mindestens bis zur Höhe des Grundkapitals ausstatten, um dem Grundsatz der finanziellen Unabhängigkeit zu entsprechen."

Eine ähnliche Abwägungssituation ergab sich in Deutschland schon in den 1970er Jahren. Im Rahmen der Neubewertung der Devisenreserven entstand der Bundesbank damals ein erheblicher Verlust, der das Eigenkapital des Instituts überschritten hat. In der Folge wurde 1973 im Geschäftsbericht ein Ausgleichsposten auf der Aktivseite geschaffen, der das Äquivalent zu einem negativen Eigenkapital darstellte. Dieser wurde sukzessive abgeschöpft, damit der Staat nicht direkt einspringen musste. Allerdings musste der Bundeshaushalt dafür jahrelang auf die sonst zuverlässig überwiesenen Ausschüttungen seitens der Notenbank verzichten. Der Steuerzahler war somit durchaus indirekt betroffen. In Anbetracht dessen, was aufgrund des erheblichen Volumens auf dem Spiel steht, ist die mit einem solchen Szenario einhergehende Drohkulisse mehr als evident. Da die FdI dieses Szenario für strategische Zwecke zumindest glaubhaft in Aussicht stellen kann, selbst wenn sie es am Ende gar nicht umsetzen will, stärkt dies auf EU-Ebene potenziell ihre Verhandlungsmacht. Diese dürfte sie entsprechend versuchen zu nutzen, um ihre europapolitischen Ziele durchzudrücken:

1) Die FdI spricht sich für eine Aufweichung der europäischen Fiskalregeln aus. Kein Wunder: Italien ist mit einer Maastricht-Schuldenquote in Höhe von rund 150% des BIP nach Griechenland Europas Rekordschuldner. Da selbst die aktuellen Vorgaben in der Vergangenheit auf EU-Ebene kaum eingehalten wurden, würde eine Aufweichung der Regeln letztlich zwar nur die Institutionalisierung des wenig vernünftigen Umgangs mit Schulden in der EU bedeuten, die damit einhergehende Signalwirkung wäre aber dennoch desaströs.

Abb. 3: Maastricht-Schuldenquote ausgewählter Euroländer ggü. dem Eurozonendurchschnitt



Quelle: Eurostat. In Prozent des BIP.

2) Dass man vor der Einflussnahme auf die EZB nicht zurückschrecken wird, manifestierte sich bereits im Europawahlprogramm der Partei aus dem Jahr 2019. Dort hieß es schließlich schon, dass Europa und dessen Institutionen zur Spielwiese der deutsch-französischen Achse und deren Interessen verkommen seien. Mit erhobenem Haupt sei es daher nötig, die Notenbank radikal im Sinne Italiens zu reformieren. Da sich eine moderate Inflation angesichts des italienischen Schuldenbergs aus der Haushaltsperspektive positiv gestaltet, dürfte die FdI also daran interessiert sein, die EZB in einem Regime der fiskalischen Dominanz zu halten. Entsprechend könnte sie darauf hinwirken, dass das Anti-Fragmentierungsprogramm so generös wie möglich genutzt wird. Im Prinzip würde man aus italienischer Sicht dann zwei Fliegen mit einer Klappe schlagen: Das Anti-Fragmentierungsprogramm hält die Renditeaufschläge für die italienischen Staatsanleihen auf künstlich niedrigem Niveau und es arbeitet gleichzeitig gegen eine allzu effektive Bekämpfung der Inflation an, da es eine glaubwürdig kontraktive Geldpolitik konterkariert und damit Druck auf den Euro ausübt.

3) Zudem wäre zu erwarten, dass die FdI die Ausweitung der gemeinschaftlichen Schuldenaufnahme sowie der Umverteilungspolitik auf EU-Ebene forcieren und damit den schon beschrittenen Weg in die Haftungs- und Transferunion für die eigenen Zwecke weiter fördern würde. Denn die Partei spricht davon, dass europäische Ressourcen genutzt werden sollen, um die italienische Wirtschaft wieder aufzubauen. Insbesondere Länder wie Deutschland, für welches die einheitliche Währung gemäß besagtem Europawahlprogramm der FdI zweifellos ein großer Segen sei, sollen Ausgleichszahlungen an Länder leisten, die durch die Währung angeblich benachteiligt werden. Allen voran sei Italien dabei übrigens das Land, das durch den Euro am meisten benachteiligt werde.

Es kommt mit der anstehenden Neuordnung der politischen Landschaft in Italien in einem ohnehin historisch angespannten Umfeld also ein weiterer gewichtiger Unsicherheitsfaktor auf die Agenda. Falls die FdI einen Regierungsauftrag erhält und ihre Forderungen erfolgreich platzieren kann, spricht dies tendenziell für ein Verharren der EZB in einem Regime der fiskalischen Dominanz, den Fortgang des eingeschlagenen Weges Richtung Haftungs- und Transferunion sowie ein weiteres Anziehen der europäischen Schuldenniveaus.

Wir bedanken uns bei André Broders für die tatkräftige Unterstützung zu diesem Beitrag.

Marktdaten

Aktienmärkte	Stand 28.07.2022 14:17	Veränderung zum 30.06.2022 -1 Woche	06.06.2022 -1 Monat	06.04.2022 -3 Monate	06.07.2021 -12 Monate	23.02.2022 Kriegsbeginn	31.12.2021 YTD
Dow Jones	32198	4,6%	-2,2%	-6,7%	-6,9%	-2,8%	-11,4%
S&P 500	4024	6,3%	-2,4%	-10,2%	-7,4%	-4,8%	-15,6%
Nasdaq	12032	9,1%	-0,2%	-13,4%	-17,9%	-7,7%	-23,1%
Russell 2000	1848	8,2%	-2,2%	-8,4%	-18,7%	-4,9%	-17,7%
DAX	13153	2,9%	-10,2%	-7,1%	-15,2%	-10,1%	-17,2%
MDAX	26622	3,1%	-12,8%	-13,1%	-22,9%	-16,5%	-24,2%
TecDAX	3028	4,9%	-5,4%	-7,9%	-15,9%	-3,5%	-22,8%
EuroStoxx 50	3613	4,6%	-5,9%	-5,5%	-10,9%	-9,1%	-16,0%
Stoxx 50	3618	4,9%	-1,6%	-3,2%	2,7%	-1,2%	-5,3%
SMI (Swiss Market Index)	11089	3,2%	-3,8%	-10,0%	-7,3%	-7,1%	-13,9%
FTSE 100	7337	2,3%	-3,6%	-3,3%	3,3%	-2,2%	-0,6%
Nikkei 225	27815	5,4%	-0,4%	1,7%	-2,9%	5,2%	-3,4%
Brasilien BOVESPA	101438	2,9%	-7,9%	-14,2%	-18,9%	-9,4%	-3,2%
Russland RTS	1139	-15,4%	-3,4%	10,0%	-30,8%	-5,4%	-28,7%
Indien BSE 30	56858	7,2%	2,1%	-4,6%	7,6%	-0,7%	-2,4%
China CSI 300	4226	-5,8%	1,4%	-0,9%	-16,9%	-8,6%	-14,5%
MSCI Welt	2675	5,1%	-4,1%	-11,2%	-12,1%	-8,1%	-17,2%
MSCI Welt SRI	2475	0,8%	-7,0%	-15,7%	-14,7%	-12,1%	-23,5%
MSCI Emerging Markets	990	-1,1%	-7,6%	-13,4%	-26,5%	-18,0%	-19,7%
Zinsen und Rentenmärkte							
Bund-Future	156,16	738	721	-108	-1744	-983	-1521
Bobl-Future	127,19	300	193	-129	-719	-379	-605
Schatz-Future	109,94	80	13	-75	-224	-176	-209
3 Monats Euribor	0,24	83	83	82	78	77	83
3M Euribor Future, Dez 2022	1,23	1	22	0	176	1	2
3 Monats $ Libor	2,35	6	68	136	221	185	214
Fed Funds Future, Dez 2022	3,24	-3	51	0	315	2	2
10-jährige US Treasuries	2,76	-21	-27	16	140	78	127
10-jährige Bunds	0,94	-43	-38	32	126	75	112
10-jährige Staatsanl. Japan	0,20	-3	-4	-4	17	1	13
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,51	-53	-54	-16	78	23	64
US Treas 10Y Performance	617,57	0,6%	1,3%	-2,6%	-11,5%	-7,6%	-11,6%
Bund 10Y Performance	587,99	2,1%	1,7%	-4,3%	-12,2%	-8,0%	-11,2%
REX Performance Index	466,92	2,7%	2,3%	-0,6%	-5,5%	-2,9%	-4,9%
IBOXX AA, €	2,36	-27	11	94	212	128	188
IBOXX BBB, €	3,61	-26	46	148	300	188	274
ML US High Yield	8,86	-10	150	242	430	300	395
Wandelanleihen Exane 25	6206	0,0%	-9,0%	-16,0%	-26,0%	-17,7%	-24,2%
Rohstoffmärkte							
S&P Commodity Spot Index	664,15	-6,4%	-18,7%	-6,9%	25,6%	0,8%	18,3%
MG Base Metal Index	380,38	-5,6%	-20,4%	-29,4%	-12,2%	-23,4%	-17,5%
Rohöl Brent	108,88	-5,3%	-8,9%	7,5%	45,8%	12,3%	38,9%
Gold	1738,88	-3,8%	-5,7%	-9,8%	-3,6%	-8,8%	-4,6%
Silber	19,14	-6,5%	-13,4%	-21,8%	-26,8%	-21,9%	-17,7%
Aluminium	2393,25	-1,3%	-13,0%	-29,9%	-4,6%	-27,9%	-14,7%
Kupfer	7506,25	-9,1%	-23,0%	-27,0%	-19,1%	-24,2%	-22,9%
Eisenerz	106,24	-18,3%	-26,6%	-33,6%	-51,2%	-25,7%	-5,6%
Frachtraten Baltic Dry Index	2007	-10,4%	-21,6%	-5,7%	-36,9%	-10,6%	-9,5%
Devisenmärkte							
EUR/ USD	1,0124	-2,5%	-5,6%	-7,3%	-14,5%	-10,8%	-10,6%
EUR/ GBP	0,8357	-2,9%	-2,1%	0,2%	-2,4%	0,1%	-0,5%
EUR/ JPY	137,22	-3,1%	-2,1%	1,4%	4,8%	5,1%	5,2%
EUR/ CHF	0,9744	-2,2%	-5,6%	-4,3%	-10,9%	-6,6%	-5,7%
USD/ CNY	6,7494	0,7%	1,4%	6,1%	4,2%	6,9%	6,2%
USD/ JPY	135,95	0,1%	3,1%	9,8%	22,9%	18,2%	18,1%
USD/ GBP	0,8258	0,3%	3,7%	8,1%	14,0%	12,0%	11,8%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49403282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Mark Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.