



#### #20 Sorgen um Italien nehmen zu

Dr. Jens Bies

Guten Tag!

Nach dem unerwarteten und folgenreichen „Brexit“-Votum ist Italien in den Fokus der Märkte gerückt. Der Hauptgrund dafür ist die schwelende Bankenkrise, die nach dem Schock aus London, der das Vertrauen in den gesamten Finanzsektor erschüttert hat, jetzt akut wurde. Der Aktienkurs von Unicredit, der größten Bank Italiens und Mutter der deutschen HVB, brach seit dem „Brexit“ um ein Drittel ein. Noch ärger traf es die drittgrößte und gleichzeitig älteste noch bestehende Bank der Welt, Monte dei Paschi di Siena (MPS), die aufgrund der zugespitzten Finanzlage sehr schnell gerettet oder abgewickelt werden muss. Insgesamt sitzen Italiens Banken als Spätfolge des wirtschaftlichen Niedergangs auf einem Berg von ca. 360 Mrd. EUR fauler Kredite, bei denen die Schuldner mit Zins und/oder Tilgung im Rückstand sind. Die Summe entspricht gut einem Fünftel der italienischen Wirtschaftsleistung. Die mit dem „Brexit“ verbundene Unsicherheit und die Vielzahl struktureller Probleme Italiens sind nunmehr der ideale Nährboden, dass aus der italienischen eine europäische Krise werden könnte. Doch wie gefährlich ist Italiens Krise wirklich und welche Auswirkungen können sich wirtschaftlich und politisch für Italien im Allgemeinen und Europa im Besonderen ableiten lassen?

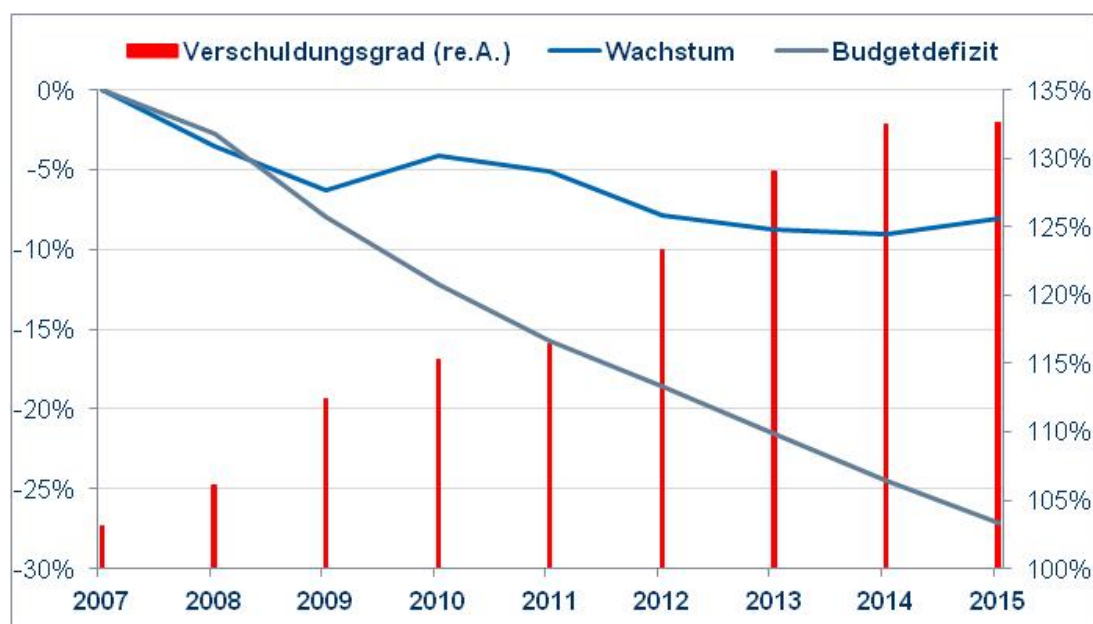
Unbestritten befindet sich Italien in einer schwierigen Situation. Neben dem geringen Wirtschaftswachstum und der hohen öffentlichen Verschuldung lasten Korruption, Steuerflucht, organisierte Kriminalität, eine ungünstige Bevölkerungspyramide, ein dysfunktionaler öffentlicher Sektor, eine hohe Steuerlast für Unternehmen sowie Private und schwächelnde Banken auf dem Land. Die Hauptlast der Banken resultiert seit Jahren aus den im internationalen Vergleich exzessiv hohen Beständen an notleidenden Krediten (auch Non-Performing Loans, kurz NPLs genannt). Nicht nur die Profitabilität der Banken leidet unter den hohen Ausfallraten, auch die Stabilität des Sektors gerät zunehmend in Gefahr.

Rein makroökonomisch ist Italien die viertgrößte Volkswirtschaft in Europa. Die öffentliche Verschuldung ist enorm hoch, die Beschäftigungsrate ist im europäischen Vergleich nur in Griechenland niedriger und die ineffiziente Verwaltung sowie die geringe Produktivität sind mitverantwortlich für die geringe Wirtschaftsleistung des Landes, die innerhalb der Eurozone zu den schwächsten überhaupt gehört. Gehen wir jedoch die einzelnen Faktoren, startend mit der Produktivität Italiens, durch.

Seit der Jahrtausendwende stagniert in Italien das Produktivitätswachstum. Dazu trug in der jüngeren Vergangenheit die konjunkturelle Lage bei. Italien durchlief eine lange Rezession und steckte in einer Kreditklemme, die effizienzsteigernde Investitionen erschwerte. Primär ist das Produktivitätsdefizit Italiens aber strukturellen Ursachen zuzuschreiben. Aufgrund von Belastungen aus einer ineffizienten Verwaltung wachsen italienische Firmen oftmals nicht über eine kritische Schwelle hinaus. Größere Unternehmen hingegen werden bspw. für ausländische Direktinvestitionen attraktiv, investieren vermehrt in die Forschung, ihr Zugang zu finanziellen Mitteln verbessert sich und sie realisieren Größen- und Effizienzvorteile. Die italienische Unternehmenslandschaft wird aber von kleinen bzw. Kleinstbetrieben dominiert. Dies trägt zum verlangsamten Produktivitätswachstum bei.

Der zweite Faktor Arbeitsmarkt wurde erst kürzlich in dem Wettbewerbsbericht 2015/16 des Davoser Weltwirtschaftsforums im Vergleich zu denen in anderen Euro-Ländern mit Abstand als der am wenigsten effiziente bewertet. So scheuen Italiens Unternehmen noch immer vor einer flexiblen Handhabung von Einstellungen und Entlassungen zurück. Die Lohnfindung ist wenig flexibel und wird zudem durch die extrem geringe Kooperationsbereitschaft zwischen den Sozialpartnern ausgehebelt. Dementsprechend ist es wenig verwunderlich, dass auch die Löhne von der Produktivität entkoppelt sind. Dies erklärt auch, dass sich der Lohnanstieg trotz der schwachen Wirtschaft und der hohen Arbeitslosigkeit nur leicht abgeflacht hat, aber nicht wie z.B. in Spanien oder Portugal drastisch gesenkt wurde. Die Löhne bleiben also stabil und treiben wegen der seit mehr als einem Jahrzehnt stagnierenden Produktivität die Lohnstückkosten weiter an. Das belastet die italienische Wirtschaft in zweierlei Hinsicht: Erstens bleibt dadurch die preisliche Wettbewerbsfähigkeit italienischer Unternehmen schwach. Zweitens beeinträchtigen die zügig steigenden Lohnstückkosten die Gewinnmargen der Unternehmen. Letzteres entwickelt sich auch deshalb zusehends zum Problem, da die niedrigen Gewinnmargen die Investitionen der Unternehmen hemmen.

**Diagramm 1: Entwicklung des Verschuldungsgrad, des Wachstums und des Budgetdefizits seit 2007 [in %]**



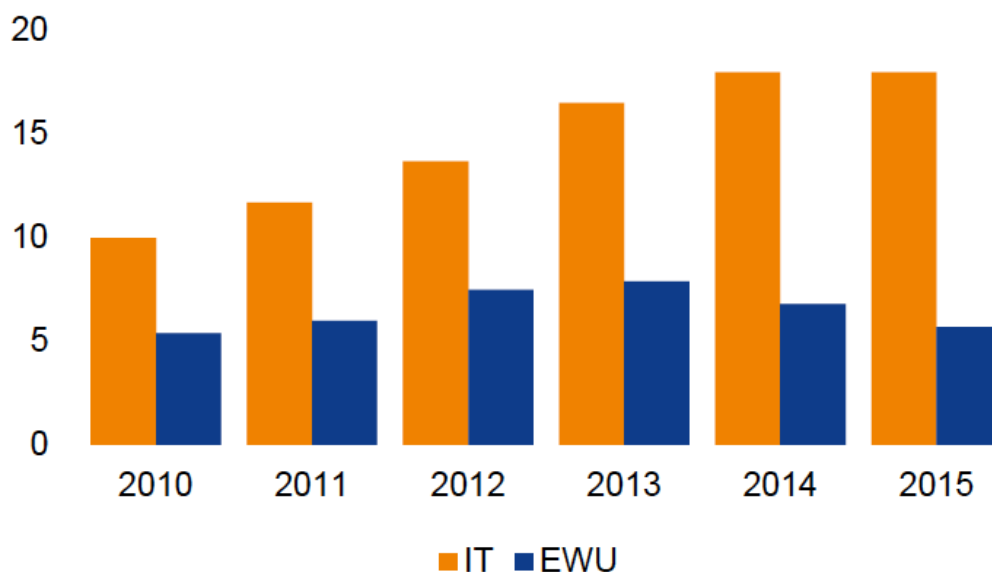
Quelle: Bloomberg, Stand: 31.12.2015 (Jahresdaten).

Ein weiteres Risiko und nicht zu vernachlässigender Belastungsfaktor für das Land ist die mit ca. 133% des BIP noch immer sehr hohe öffentliche Verschuldung. Nach Griechenland ist dies die zweithöchste Schuldenquote innerhalb der EU. Seit Jahren schiebt die italienische Regierung die Konsolidierung der Staatsfinanzen vor sich her. Auch im Stabilitätsprogramm 2016 hat die Regierung das Erreichen eines ausgeglichenen Haushalts um ein weiteres Jahr auf 2019 nach hinten geschoben. Damit wird auch die Staatsverschuldung langsamer zurückgehen als zuvor geplant. Diagramm 1 fasst speziell den letzten Belastungsfaktor noch einmal zusammen. Es wird ersichtlich, dass der Verschuldungsgrad nach der globalen Finanzkrise von 103% auf mittlerweile 133% angestiegen ist, wobei hauptsächlich die Nettoneuverschuldung für diese Ausweitung verantwortlich ist. Im gleichen Zeitraum ist das BIP um 8% gefallen, hat sich aber seit der Amtsübernahme von Matteo Renzi zumindest stabilisiert.

Unbestritten hat die Regierung Renzi in Italien seit ihrem Amtsantritt viel Positives auf den Weg gebracht. Innerhalb von nur zwei Jahren wurde ein ganzes Bündel an Arbeitsmarkt-, Justiz-, Verwaltungs- und Wahlrechtsreformen umgesetzt. Dieser Reformeifer hat zusammen mit einer klugen Fiskalpolitik eine Stimmungswende in Italien herbeigeführt und das Land Anfang 2015 aus der langjährigen Rezession befreit. Mitte 2015 war der Optimismus so groß wie kaum anderswo. Seit Anfang 2016 bröckelt die Zuversicht allerdings. Eine Ursache ist die schwelende Bankenkrise, deren Lösung Renzi bei allem Reformeifer ein wenig verschlafen hat. Italien braucht dringend Wachstum und Wachstum benötigt ein gesundes Bankensystem sowie eine stabile, wachstumsorientierte politische Basis. Wachstum ist essentiell, um die Arbeitslosigkeit, speziell bei jungen Leuten, zu reduzieren. Eine persistente Jugendarbeitslosigkeit vernichtet Humankapital und reduziert langfristig Potentialwachstum. Zu allem Überfluss fördern hohe Niveaus an Arbeitslosigkeit populistische und euroskeptische Parteien. Ein Anstieg des BIP ist zudem notwendig, um ein weiteres Ansteigen der großen Bestände an notleidenden Krediten zu verhindern, die sich in den Bilanzen der italienischen Banken befinden. Italiens Bankensektor hat schon seit geraumer Zeit mit Schwierigkeiten zu kämpfen. Im Zuge der Krisen der letzten Jahre sind die Kreditausfallraten in die Höhe geschossen, liegen derzeit bei fast 20% und damit deutlich über dem EWU-Durchschnitt (siehe Diagramm 2).

Das italienische Bankensystem galt schon immer als ertragsschwach und zersplittert. Kleine Sparkassen und Genossenschaftsbanken dominieren den Markt. Es gibt in Italien viermal so viele Bankfilialen pro Einwohner wie in Deutschland, was aufgrund der hohen Kostenbelastung zulasten der Rentabilität geht, die innerhalb der EU zu den schlechtesten überhaupt zählt. Die Fokussierung auf den Heimatmarkt hatte in Krisenzeiten aber auch ihr Gutes, denn anders als die europäische Konkurrenz waren die italienischen Banken kaum in die Subprime-Krise verwickelt und auch ein kreditfinanzierter Immobilienboom blieb aus. Dass sich dennoch Unheil in den Bankbilanzen zusammenbraute, lag an den schweren Rezessionen der vergangenen 10 Jahre (2008/2009 und 2012–2014). Außer Griechenland wurde davon nach der Finanzkrise kein Land so schwer gebeutelt wie Italien. Seit 2008 ist die italienische Wirtschaft um gut 8% geschrumpft (siehe Diagramm 1). Vor allem die Krise der Jahre 2012 bis 2014, die durch die extrem restriktive Fiskalpolitik der Regierung Monti ausgelöst wurde, traf die heimischen Unternehmen hart. In der Folge haben sich die notleidenden Kredite innerhalb weniger Jahre vervierfacht. Der Wendepunkt der Entwicklung der NPL-Quoten fällt also mit dem Übergang der systemischen Krise des weltweiten Bankensektors zur Krise der Realökonomie zusammen.

**Diagramm 2: Anteil der notleidenden Kredite im Verhältnis zum ausstehenden Bruttokreditvolumen der Banken [in %]**



Quelle: DZ Bank: Italien - Renzi in der Zwickmühle, S.2 Stand: 31.12.2015 (Jahresdaten).

Aber wann ist ein Kredit überhaupt notleidend bzw. ein NPL? Gemäß der Definition des Internationalen Währungsfonds (IWF) ist ein Kredit dann als notleidend einzustufen, wenn ein Kreditnehmer 90 Tage in Zahlungsverzug ist. In dieser weiten Abgrenzung wird das italienische Volumen auf knapp 360 Mrd. EUR geschätzt, was 22% des BIP bzw. 18% des Kreditbestandes entspricht. Mit dieser hohen Quote liegt Italien innerhalb Europas weit an der Spitze, nur in Griechenland sieht es noch schlechter aus. In der engen Abgrenzung, die die italienische Zentralbank Banca d'Italia verwendet, sind 200 Mrd. EUR der Kredite oder ca. 12% des BIP notleidend. Diese gelten aber praktisch als verloren, weil die Schuldner wegen Insolvenz die Zahlungen eingestellt haben. Das auch in dieser engeren Abgrenzung noch hohe Niveau wird dadurch relativiert, dass die italienischen Banken im Durchschnitt knapp 60% der NPLs wertberichtigt haben. Es verbleiben somit netto noch gut 40% der NPLs im engeren Sinne, also 80 Mrd. EUR, was 5% des BIP entspricht. Dieser Betrag steht somit im Feuer und damit zur Diskussion. Bei dieser eher gutmütigen Berechnung muss jedoch berücksichtigt werden, dass aufgrund der als schlecht einzustufenden wirtschaftlichen Situation weitere NPLs aus der weiter gefassten Definition des IWF schlagend werden könnten. Spätestens wenn die Schuldner in die Insolvenz gehen, würde sich dann der Nettobetrag erhöhen.

Bei einem Verkauf der NPLs lassen sich dafür wohl nur 20% erzielen. Gemäß der engen Abgrenzung bleibt also eine Lücke von ca. 20%, was etwa 40 Mrd. EUR entspricht. Ein Betrag, den auch die italienische Regierung als unmittelbaren Kapitalbedarf identifiziert hat. Würden die Banken die faulen Kredite auf ihren wahren Wert abschreiben, bliebe folglich vielen nicht ausreichend Eigenkapital, um die Mindestvorgaben der Bankenaufsicht zu erfüllen. Was die Herkunft der NPLs angeht, stammen die ausgefallenen Kredite zu ca. 70% aus dem Unternehmenssektor und dieser Anteil ist seit Jahren stetig ansteigend. Geographisch sind besonders die südlichen Regionen Italiens betroffen. Allesamt Regionen, in denen Korruption, Steuerflucht und organisierte Kriminalität große Probleme darstellen. Die Probleme mit Krediten an Private ist aufgrund der relativ guten Besicherung

(z.B. Grundpfandrechte) als überschaubar einzustufen. In Verbindung mit der sehr niedrigen Profitabilität des italienischen Bankensektors lässt die Gemengelage aber an einer Bereinigung der Lasten aus eigener Kraft zweifeln.

Grundsätzlich gibt es zwei Möglichkeiten, die Kapitallücken zu schließen. Entweder zahlen die Kapitalgeber der italienischen Banken („Bail-In“) oder die Steuerzahler („Bail-Out“):

### 1. „Bail-In“-Szenario:

Können Banken Kapitallücken nicht durch zusätzliches privates Kapital schließen, müssten nach den Sanierungs- und Abwicklungsregeln der EU (Bank Recovery and Resolution Directive, kurz BRRD) im Rahmen der Europäischen Bankenunion<sup>1</sup> vor dem Einspringen des Staates („Bail-Out“) eigentlich die Aktionäre und Gläubiger der betroffenen Bank herangezogen werden. Sie müssten Verluste hinnehmen, die mindestens 8% der Passiva einer Bank entsprechen („Bail-In“). Hiervon sind aber zahlreiche Gläubiger der Bank ausgeschlossen, z.B. alle Einlagen unter 100.000 Euro (da sie von der Einlagensicherung abgedeckt sind), besicherte Verbindlichkeiten, ausgewählte Interbankeninstrumente sowie Gehälter und Steuerschulden. Angesichts dieser zahlreichen Ausnahmen müssen die anderen Gläubiger zu einem recht hohen Prozentsatz herangezogen werden, bevor der Staat aushelfen kann.

In vielen Ländern werden Bankanleihen von großen Institutionen gehalten, die sich der Risiken bewusst sind und sich die Verluste zumindest „leisten“ können. Durch die Steuerbegünstigung werden jedoch in Italien viele Bankanleihen von Privatinvestoren gehalten. Schätzungen zufolge bis zu 200 Mrd. EUR, also ca. ein Drittel des ausstehenden Volumens. Vielfach wurden die kompletten Ersparnisse von Privatpersonen in die als sicher angepriesenen Papiere investiert. Als im November letzten Jahres vier kleine, regionale Banken mit einem Marktanteil von 1% im Zuge der neuen EU-Richtlinien restrukturiert und ca. 500 Mio. EUR abgeschrieben wurden, verloren viele Privatleute ihr Geld, bis zu 10.000 Bürger sogar ihr gesamtes Vermögen. Diese Tatsache und der Selbstmord eines Kleinsparers löste einen politischen Sturm aus, der mit viel Kritik an Renzis Regierungspolitik einherging und den Reformwillen vieler Italiener schwächte. Nach Protesten gegen die Heranziehung ihrer Nachranganleihen für Haftungszwecke gab es einen teilweisen „Bail-Out“ der Kleinanleger, z.T. durch die Einlagensicherung und einen speziell eingerichteten, 300 Mio. EUR schweren Branchenfonds.

Die Refinanzierung der italienischen Banken beruht zu nicht unbeträchtlichen Teilen auf Nachranganleihen, die an Privatanleger verkauft wurden. Die vorschriftmäßige Risikoaufklärung beim Verkauf dieser Titel gilt als angreifbar. So ist es nicht verwunderlich, dass Regierungschef Renzi sich aktuell bei der Bankenrettung für eine Beteiligung des staatlichen Sektors stark macht, was allerdings die verbindliche EU-Direktive BRRD aushebeln würde. Eine Beteiligung der Privatanleger würde das Bankensystem zumindest für eine gewisse Zeit spürbar belasten. Schließlich könnten Banken bei dieser in Italien wichtigen Investorengruppe dann kaum noch Anleihen platzieren. Es besteht sogar die Gefahr, dass Privatanleger auf die Verluste mit dem Abzug ihrer Einlagen reagieren würden, es also zu einer Kapitalflucht käme.

---

<sup>1</sup> Mit der Europäischen Bankenunion wurde mit Wirkung vom 1. November 2014 die Aufsicht über die größeren Banken an die EZB übertragen. Seit Anfang 2015 gelten einheitliche Regelungen für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten. Das dritte Element der Bankenunion – eine gemeinsame Einlagensicherung – wurde bisher nicht umgesetzt.



## 2. „Bail-Out“-Szenario:

Nicht nur der „Bail-In“ der Kapitalgeber nach den Regeln der EU ist unwahrscheinlich, sondern auch der breitangelegte „Bail-Out“ durch den italienischen Staat. Schließlich sind Staatshilfen ohne eine Beteiligung der Investoren nach den EU-Regeln nur erlaubt, wenn systemische Risiken drohen, z.B. wenn Versicherungen in großem Umfang Bankanleihen halten und durch einen „Bail-In“ selbst in Schieflage geraten könnten. Diese mit Brüssel abzusprechenden Risiken dürften die anderen EU-Länder aber wohl nur dann sehen, wenn es zu beträchtlichen Marktverwerfungen, wie nach der Lehman-Pleite käme, die allerdings bisher nicht zu beobachten sind.

Wahrscheinlicher als eine Rekapitalisierung des gesamten Bankensystems über eine Beteiligung der Investoren oder über eine massive Kapitalspritze des Staates ist eine Kombination aus verschiedenen Maßnahmen. In Einzelfällen mag es zu Staatshilfen kommen, wenn sich hierfür in dem europäischen Regelwerk Rechtfertigungen finden lassen. So könnte sich Italien bei dem akuten Fall der Bank MPS auf eine Ausnahmebestimmung im Sanierungs- und Abwicklungsregelwerk berufen, nach der vorübergehende staatliche Kapitalmaßnahmen erlaubt sind, wenn die Kapitallücke einer Bank bei einem Stresstest festgestellt wurde.

Da passt es gut, dass Ende Juli die Ergebnisse des europäischen Bankenstresstests bekannt gegeben wurden. 51 Banken aus 15 europäischen Ländern waren von der Europäischen Bankenaufsicht (EBA) zusammen mit der EZB auf verschiedene Krisenszenarien hin überprüft worden. Grundsätzlich ist dieser Test wichtig, um der europäischen Öffentlichkeit einen Eindruck über den Zustand des Bankensystems zu vermitteln. Kritisch angemerkt werden muss hierbei jedoch, dass bei den Ergebnissen aus dem Stressszenario weder der „Brexit“ noch die Einführung von Negativzinsen einbezogen wurden. Griechische und portugiesische Banken wurden erst gar nicht berücksichtigt.

Beim Stresstest fielen die italienischen Banken besonders negativ auf, allen voran die drittgrößte italienische Bank MPS. Sie häufte in den letzten Jahren NPLs i.H.v. 45 Mrd. EUR an und verfügt über extrem geringes Eigenkapital, das bei dem Test unter Stressbedingungen auf den katastrophalen Wert von minus 2,4 % (gefordert waren mindestens plus 5,5 %) abfiel. Sie war von den untersuchten Banken somit die einzige Bank, die den Stresstest nicht bestanden hatte. Aus Angst vor weiterer Kapitalflucht wurde der Bank wenige Stunden vor der Veröffentlichung des Stresstests ein Rettungspaket, das im Wesentlichen auf dem „Bail-In“-Szenario basiert, mit auf den Weg gegeben. Das federführend von JP Morgan und der Mediobanca ausgearbeitete Paket sieht vor, zusammen mit Goldman Sachs, Santander, Citibank, Bank of America Merrill Lynch, der Crédit Suisse und der Deutschen Bank eine Kapitalerhöhung im Umfang von 5 Mrd. Euro zu ermöglichen und bis zum Herbst eine Strategie für MPS vorzulegen, mit der das Fortbestehen der Bank nachhaltig gesichert ist. Außer der Kapitalerhöhung soll MPS ähnlich wie bei der Konstruktion einer separaten Bad Bank knapp 28 Mrd. EUR dieser Kredite (also etwa die Hälfte der bestehenden, faulen Kredite) zu einem Buchwert von 33 % verkaufen, somit also gut 9 Mrd. EUR einnehmen. Diese Bad Bank ist aber eine Art Rettungsfonds in Gestalt des vor kurzem gegründeten Fonds Atlante, der für diese Rettung i.H.v. gut 9 Mrd. EUR frisches Geld anderer italienischer Banken erhalten muss. Diese stehen allerdings selbst nicht glänzend da und brauchen vermutlich auch irgendwann Geld für eine bessere Kapitalausstattung.

Auch wenn dies zunächst gute Nachrichten sind und damit zumindest eine negative Kettenreaktion verhindert wurde, besteht die für den Herbst oder auch erst für 2017 geplante Kapitalerhöhung bis jetzt nur auf dem Papier. Auch über den im Herbst vorzulegenden Strategieplan ist noch nichts bekannt. Er ist aber die Grundlage, von der die Bereitschaft neuer Investoren, Aktien der MPS zu zeichnen, abhängt. Das grundlegende Problem ist somit nicht aufgehoben, sondern nur aufgeschoben! Nichtsdestotrotz wurde für die MPS eine, wenn auch unausgereifte, „Bail-In“-Lösung gefunden. Wie die zukünftige Lösung für das gesamte Bankensystem aussehen wird, steht jedoch noch in den Sternen.

Nicht wenige Analysten sehen in dem hohen Bestand an faulen Krediten einen wesentlichen Bremsfaktor für die wirtschaftliche Entwicklung und die aktuelle Konjunkturerholung in Italien. Die hohe Quote der Problemkredite behindert die Vergabe neuer Kredite, v.a. wegen der Bindung des Bankkapitals in den NPLs. Gründe für den langsamen Abbau der Problemkredite sind die unattraktive steuerliche Behandlung der Abschreibungen, die unklaren Bilanzierungsregeln und die zu lange dauernden Rechtsstreitigkeiten mit Kreditnehmern. Die italienischen Banken bleiben auch deshalb oft auf ihren Schulden sitzen, weil sie fast ausschließlich Geld im Inland verleihen. Darüber hinaus zeigt eine Studie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, dass italienische Banken einen beträchtlichen Teil ihrer Gewinne an die Eigentümer ausschütten. So haben diese seit dem Ausbruch der globalen Finanzmarktkrise 2007 bis 2014 insgesamt 28 Mrd. EUR an Dividenden gezahlt, dem stehen nur 25 Mrd. EUR an einbehaltenen Gewinnen gegenüber.<sup>2</sup> Im Vergleich dazu haben viele andere europäische Banken (z.B. deutsche) weit weniger Dividenden ausgeschüttet als sie Gewinne einbehalten haben. Dies ist ein weiterer wesentlicher Grund, weshalb die Kreditvergabe in Italien an die Privatwirtschaft noch immer rückläufig ist, während sie im Rest des Euroraums seit 2015 bereits wieder steigt.

Die o.a. Probleme sollen im Wesentlichen durch eine Konsolidierung der Bankenbranche mithilfe von Fusionen<sup>3</sup>, dem Anziehen ausländischer Investoren und der Stärkung der Kreditvergabe an kleine und mittelgroße Unternehmen, u.a. durch Beschleunigung von Insolvenz- bzw. Zwangsversteigerungsverfahren in Verbindung mit der Verbriefung bzw. Auslagerung notleidender Kredite aus den Bankbilanzen, beseitigt werden. Teilweise wurden die Vorhaben auch schon in umgesetzten Gesetzgebungsverfahren adressiert. Das Insolvenzrecht wurde angepasst und soll den Verwertungsprozess deutlich beschleunigen, die steuerliche Disincentivierung von Abschreibungen auf NPLs wurde beseitigt und ein Bankenrettungsfonds aus Bankmitteln wurde aufgelegt und eingesetzt. Letzteres passierte auf politischen Druck. Der private Rettungsfonds namens Atlante wurde von den „gesunden“ Instituten im April dieses Jahres aufgelegt. Mit rund vier Mrd. EUR haben Banken, Versicherungen und Investmentfirmen den Fonds ausgestattet. 70% der Mittel sind für die Rekapitalisierung von Banken vorgesehen, wobei schon jetzt mehr als die Hälfte dieses Geldes für den Erwerb von Anteilen an zwei Regionalbanken verwendet wurde, deren notwendige Kapitalerhöhungen ansonsten gescheitert wären. Mit den restlichen 30% der Mittel soll das Problem der umfangreichen notleidenden Kredite der Banken angegangen werden. Hierzu sollen diese verbrieft und in unterschiedlich

---

<sup>2</sup> Siehe dazu Commerzbank (2016): Italien – Reformen mit Potential, Economic Insight, S. 4, 28. April.

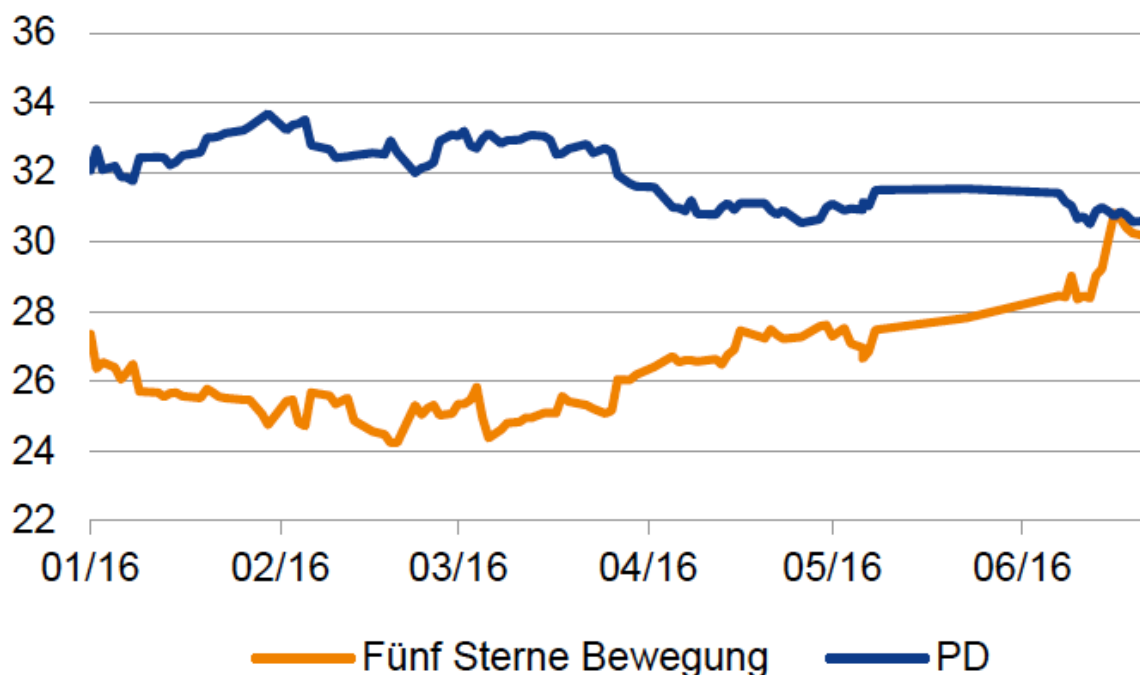
<sup>3</sup> Zum Beispiel müssen die zehn größten Genossenschaftsbanken mit einer Bilanzsumme von mehr als 8 Mrd. EUR in Aktiengesellschaften umgewandelt werden. Bei ihnen sollen zudem die Stimmrechts- und Anteilsbegrenzungen aufgehoben werden.

risikoreiche Tranchen zerlegt werden, wobei der Fonds einen Teil der riskantesten Tranche übernehmen soll.

Der Restbestand im Fonds dürfte jedoch kaum reichen, um nun auch noch größeren Banken zu helfen. Darüber hinaus hat die Regierung im Februar beschlossen, für bestimmte notleidende Kredite staatliche Garantien zu begeben. Der Staat will aber nur Senior-Tranchen von forderungsbesicherten Wertpapieren garantieren, die ein Investment Grade Rating haben. Bisher scheinen die Banken allerdings zurückhaltend zu sein, diese Garantien in Anspruch zu nehmen. Sie scheuen sich vor den Verlusten, die sie verbuchen müssten, wenn sie die notleidenden Kredite mit hohen Abschreibungen veräußerten. Insgesamt dürften diese Maßnahmen das italienische Bankensystem nicht maßgeblich entlasten. Wohl auch deshalb plant Ministerpräsident Renzi weitere Maßnahmen zur Unterstützung der Banken.

Die oberste Priorität dürfte für die Regierung darin bestehen, einen Flächenbrand zu verhindern, der den Finanzsektor des Landes gänzlich erschüttert. Allerdings muss Renzi angesichts der Turbulenzen zunehmend auch mit wachsendem politischem Gegenwind kämpfen. Viele Wähler sind enttäuscht, dass es wirtschaftlich nicht schneller bergauf geht. Überdies werden sich nun viele Privatleute Gedanken über ihre Ersparnisse machen, wengleich die Mehrheit keine Verluste durch etwaige „Bail-Ins“ fürchten müsste. Nach Verlusten bei den Kommunalwahlen, speziell bei der Bürgermeisterwahl in Rom, droht nun auch die populistische Fünf-Sterne Bewegung (M5S) in den Wahlumfragen mit der Partito Democratico (PD) gleichzuziehen oder diese sogar zu überholen (siehe Diagramm 3).

**Diagramm 3: Zustimmung für PD und M5S bei Meinungsumfragen in Italien [in %]**



Quelle: DZ Bank: Italien - Renzi in der Zwickmühle, S.2 Stand: Juli 2016.

Zu allem Überfluss gibt es auch eine innenpolitische Komponente der Bankenrettung: Im Oktober gibt es in Italien eine Volksentscheidung zu einer wichtigen Verfassungsreform, die



eines der politischen Kernprobleme Italiens beseitigen könnte. Mit der Senatsreform soll das System mit zwei gleichberechtigten Kammern des italienischen Parlaments, das sogenannte „perfekte Zweikammersystem“, überwunden werden. Perfekt deshalb, weil beide Kammern gleichen Einfluss auf die Gesetzgebung haben. Da es kaum einer Regierung in der Vergangenheit gelang, in beiden Parlamentskammern eine Mehrheit zu erreichen, verfolgte Renzi bereits kurz nach seinem Amtsantritt im Februar 2014 das Ziel, den Senat weitestgehend politisch zu entmachten. Seine Führungsrolle innerhalb der PD sowie die Schwäche der Mitte-Rechts-Opposition nutzte Renzi, um die Reform gegen die hohen Widerstände in beiden Parlamentskammern durchzusetzen. Das anschließende Referendum galt als kleinste politische Hürde, da viele Italiener mit dem politischen System als solchem unzufrieden sind und seit langem auf Besserung hoffen. Zunächst lagen die Zustimmungswerte für die zur Abstimmung stehende Senatsreform bei deutlich über 50%. Inzwischen droht die Stimmung aber auch aufgrund der o.a. Bankenproblematik immer mehr zu kippen. Seit Juli liegen in fast allen Meinungsumfragen die Reformgegner vorne.

Sollten bis Oktober noch verstärkt „Bail-In“-Maßnahmen erfolgen und damit Kleinanleger in erheblichem Maße zur Bankenrekapitalisierung herangezogen werden, dürfte das Referendum zu einer Protestwahl gegen die in den vergangenen Monaten schon zunehmend unpopulärer gewordene Regierung werden. Je länger sich eine Lösung der Krise hinzieht, desto mehr könnte dies den Ausgang des Referendums beeinflussen. Scheitert die Reform, drohen Italien politisch unruhige Zeiten, da Renzi sein weiteres politisches Engagement vom Ausgang der Senatsreform abhängig gemacht hat. Demnach wäre Renzi bei einem Scheitern der Reform womöglich zum Rücktritt gezwungen. Nicht nur die Opposition dürfte seinen Rücktritt fordern, auch innerhalb der PD könnte der Widerstand zunehmen. Speziell der linke Flügel der PD hadert mit Renzis marktfreundlichen Reformen. Gelänge es der PD dennoch, einen Nachfolger für Renzi zu bestimmen, der die Regierung bis zu den kommenden regulären Wahlen im Jahr 2018 führte, dürfte sich dieser aber v.a. um die Einheit der PD bemühen und hätte wahrscheinlich nicht den Rückhalt, weitreichende Reformen durchzusetzen. Italiens Reformagenda würde voraussichtlich um Jahre nach hinten geworfen. Misslingt der Versuch, einen Nachfolger zu installieren, könnte der Präsident, Sergio Mattarella, das Parlament (eine Kammer oder beide) auflösen und vorgezogene Neuwahlen ansetzen. Eine vorgezogene Wahl müsste innerhalb von 70 Tagen nach Auflösung des Parlaments stattfinden. Legen wir den aktuellen Trend zugunsten der M5S zugrunde, ist es durchaus möglich, dass nach Griechenland Italien das zweite EWU-Land wird, das von einer linkspopulistischen Regierung geführt wird. Dies würde die Frage um den langfristigen Zusammenhalt der EU erneut aufkommen lassen und Schwankungen an den Finanzmärkten in der gesamten Eurozone nach sich ziehen. Neuwahlen oder eine Regierungsneubildung würden den Stabilisierungspfad der italienischen Volkswirtschaft stören und sicherlich zu Rückschlägen führen, zumindest an den Finanzmärkten. Ähnliches hatte man auch in Griechenland beobachten können, als mit dem Wahlsieg von Syriza, unter Ministerpräsident Tsipras und Finanzminister Varoufakis, die Verhandlungen mit der Troika (EU-Kommission, EZB, IWF) ad absurdum führten. Die bereits erreichte Stabilisierung brach ein und die griechische Volkswirtschaft fiel zurück in eine Rezession gepaart mit einer ausgeprägten Deflation.

Aber was wollen Beppe Grillo und seine M5S eigentlich? Bisher kennt man ihn als Kabarettist und Schauspieler, der 2009 die Bewegung gegründet hat. Die Bewegung gilt gemeinhin als populistisch und gegen das Establishment gerichtet. Zudem ist sie gegen die

Globalisierung und euroskeptisch. Viele Äußerungen deuteten in der Vergangenheit darauf hin, dass die Partei das Ziel eines Austritts Italiens aus der EU verfolgt. In den letzten Wochen gab sich Grillo allerdings deutlich konzilianter und überraschend europafreundlich. Noch während die Briten am 24. Juni über ihren Austritt aus der EU abstimmten, sprach er sich für einen Verbleib Italiens in der EU aus. Er betonte allerdings, dass die EU fundamentale Probleme habe und es viele Bereiche in der EU gebe, die nicht funktionierten. Für ihn ist demnach der einzige Weg, die EU zu verändern, von innen heraus. Ob diese Haltung von Dauer ist oder nur vorübergehende Rhetorik, bleibt abzuwarten. Mit diesem Abrücken von Extrempositionen will Grillo wohl seiner Partei eine breitere Wählerschaft erschließen und so ihre Chancen bei der nächsten Parlamentswahl erhöhen. Letzten Endes hängt für Grillo auch vieles davon ab, wie sich der „Brexit“ für Großbritannien auswirken wird. Interessant ist in diesem Zusammenhang zu erwähnen, dass ein Referendum über einen EU-Austritt Italiens aktuell nicht so einfach möglich wäre, denn die italienische Verfassung verbietet, internationale Verträge durch ein Referendum zu kündigen. Somit müsste die Regierung diesen Austritt beschließen, was allerdings mit dem seit Juli dieses Jahres geltenden und durch die Regierung Renzi initiierten und beschlossenen neuen Wahlsystem ohne weiteres möglich wäre, da die stimmenstärkste Partei einen Bonus bei der Vergabe der Parlamentssitze bekäme, was der M5S zugutekommen könnte. Zweifel bestehen mithin, ob Italien bei einem Regierungswechsel in Zukunft noch ein verlässlicher Partner auf EU-Ebene wäre. Es stünde zu befürchten, dass sich eine neue populistische Regierung zunächst auf europäischer Ebene profilieren wolle, indem man in zentralen Fragen dezidiert eine Oppositionsrolle einnehmen würde. Insbesondere in den mit Großbritannien anstehenden Gesprächen über den EU-Austritt als auch in Fragen einer eventuellen EU-Reform könnte dies dann von Bedeutung sein und die Problemlage um eine zusätzliche Dimension erweitern.

Interessanterweise wiegen sich Anleger in italienischen Staatsanleihen bisher noch in relativer Gelassenheit. Zwar notieren BTP-Risikoprämien inzwischen über den Spreads spanischer Papiere mit gleicher Laufzeit, massive Fluchtbewegungen sind indes bis dato nicht zu beobachten. Auch der drastische Abverkauf der Bankaktien und das Ansteigen der Risikoprämien für italienische Papiere hat sich wenige Wochen nach dem „Brexit“ wieder in Wohlgefallen aufgelöst. Bleibt abzuwarten, ob der Markt der momentanen Ruhe nach der Bankenrettung von MPS Glauben schenkt oder ob die immer noch bestehenden politischen und wirtschaftlichen Unsicherheiten zeitnah eine Erhöhung der Risikoprämien für europäische Papiere im Allgemeinen und für italienische Papiere im Besonderen nach sich ziehen. Ich bin aktuell eher der Meinung, dass die Anleger aktuell sehr selbstgefällig sind und aufgrund des Auffangnetzes der EZB die Gefahren weitestgehend ignorieren.

#### Fazit:

Alles in allem wird Italien innerhalb des Euroraums wohl ein Sorgenkind bleiben, auch wenn insbesondere die politischen Reformen durchaus Potenzial haben. Die strukturell bedingten wirtschaftlichen Probleme Italiens (geringe Produktivität, rigider Arbeitsmarkt) sind enorm und die Konjunktur Italiens ist zu schwach, um durch niedrigere Kreditausfälle die Ergebnislage der Banken deutlich zu verbessern. Der Staat hat das NPL-Problem der Banken verschleppt und kann aufgrund der inzwischen verschärften EU-Beihilferegeln dem Bankensektor nicht in dem Umfang unter die Arme greifen, wie dies z.B. in Irland oder Spanien der Fall war. Insbesondere die Lage von MPS ist trotz des Rettungspakets weiterhin fragil. Zum schlechten Abschneiden beim EBA-Stresstest kommen die offenbar verschärften EZB-Anforderungen an den NPL-Abbau des Instituts hinzu. Im Fall der

Abwicklung von MPS gemäß BRRD könnte der „Bail-In“ von Anleihegläubigern zu einer Vertrauenskrise bei Privatanlegern führen, da letztere in Italien rund ein Drittel der Bankanleihen halten.

Viel gefährlicher als die Bankenkrise schätze ich aber den abnehmenden Zuspruch für Reformen innerhalb der Bevölkerung ein, die aufgrund der Versäumnisse der Regierung im Umgang mit der Bankenkrise spätestens beim Referendum über die Senatsreform schlagend werden könnte. Bei einer Ablehnung der Senatsreform dürfte Renzi seinen Rücktritt erklären, was die Wahrscheinlichkeit für Neuwahlen erhöhen und damit die Aufgabe des wirtschafts- und EU-freundlichen Reformprozesses einleiten dürfte. Aktuell führt die euroskeptische M5S-Partei in den Umfragen, so dass bei der Installierung einer linkspopulistischen Partei dem Beispiel Griechenlands folgend Italien in die Rezession zurückgeworfen werden könnte und die EU vor die nächste Belastungsprobe stellen würde.

**Hinweis:** Diese Kolumne enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der SKALIS Asset Management AG. Die Informationen, die für diese Kolumne verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann.