

2/2019 | Produkte & Strategien

Italienische Verbitterung

Der italienische Finanzmarktaufseher Marcello Minenna hat ein Positionspapier zur Eurozone verfasst. Dieses gewährt einen bemerkenswerten Einblick in die Gedankenwelt der Euro-Peripherie und lässt erahnen, wie entschlossen diese Länder auf eine Systemänderung der Eurozone hinarbeiten werden.



Italien wird oft als eines der Hauptrisiken der Eurozone gesehen. Das sieht man in Rom nuanciert anders: Dort ortet man das Risiko darin, dass Italiens Risiken unter eine Art nationaler Quarantäne gestellt wurde. Würde man die bestehenden italienischen Risiken auf die gesamte Zone aufteilen, wäre das Land weniger verwundbar und die Eurozone entsprechend stabiler.

© IMAGO ECONOMICA, Schulz-Design | stock.adobe.co

Der Diskurs über Verlauf und Auslöser der Eurokrise läuft in den Ländern der Kernzone relativ gleich ab: Demnach hat fiskaler Übermut die Länder der Peripherie im Rahmen der Finanzkrise kalt erwischt. Die so aufgedeckten und aufgetretenen strukturellen Probleme hätten diese Volkswirtschaften im Rahmen der Eurokrise de facto in den Staatsbankrott getrieben – was nur durch das beherzte Eingreifen der Nettozahler verhindert werden konnte. Das größte Risiko für den Fortbestand der Eurozone lag und liegt demzufolge in der Peripherie und dem Überschwappen einer allfälligen neuen Krise der mediterranen Länder auf den Rest der Union.

Wie geschlossen diese Meinungsfront ist, zeigte zuletzt ein im Mai 2018 erfolgter Aufruf von 154 Ökonomen in der FAZ. Der Titel der Stellungnahme erklärt ihr Anliegen: „Der Euro darf nicht in die Haftungsunion führen!“ Mit Ausrufezeichen, wohlgermerkt. Bei so viel lautstarker Einstimmigkeit dürfen sich neugierige Beobachter fragen, ob es nicht doch auch andere Meinungen zu dem Thema gibt. Und tatsächlich: Die gibt es, wobei man verständlicherweise eher in der Peripherie als in der Kernzone fündig wird, wenn es um alternative Thesen zur Eurozonen-Problematik geht.

Finanzmarktaufseher

Prominent hat sich in diesem Zusammenhang immer wieder Marcello Minenna, Direktor für quantitative Marktbeobachtung bei Italiens Finanzmarktaufsicht Consob, ins Spiel gebracht. Im Frühjahr dieses Jahres legte er ein rund 50 Seiten dickes Positionspapier mit dem Titel „The New Eurozone Risk Morphology“ vor – was spannend ist: Wie sieht ein Vertreter des offiziellen Italien die Risiken der Eurozone, und was soll daran neu sein?

Tatsächlich ortet Minenna zwei Hauptrisikoherde für den Bestand der Eurozone: zum einen „die großen und nachhaltigen Produktionslücken“ innerhalb der Zone und zum anderen die „systematische Risikotrennung, die jeden effektiven Fortschritt Richtung Fiskalunion verhindert“.

Damit hat sich Minenna bereits beim Abstecken der Risiko-Morphologie in ein Minenfeld begeben. Denn ob ein Weg Richtung Fiskalunion überhaupt angestrebt werden soll, ist bekanntermaßen nicht unumstritten – später mehr zu diesem Punkt.

Zunächst wollen wir uns dem vermeintlich konsensualeren Aspekt der Produktionslücke widmen. Sowohl in Kerneuropa als auch an der Peripherie ist man relativ einhellig der Meinung: „Ja, die gibt es.“ Schwieriger wird es, wenn man nach dem Auslöser dieser Differenz fragt. Die mehrheitsfähige Position in Deutschland und im Rest Kerneuropas ist bekannt und soll deshalb nur kurz und ohne Anspruch auf Vollständigkeit angeführt werden: Bessere Strukturen und Rahmenbedingungen sorgen für höhere Produktivität und einen hart erarbeiteten Wettbewerbsvorteil.

Unangebrachte Vorteile

In Italien sieht das Minenna ein wenig anders. Demnach hätten die Verfechter der Eurozone immer darauf hingewiesen, dass eine Einheitswährung „den unfairen Vorteil eliminieren würde, den Volkswirtschaften genießen, die ihre Währung aus Wettbewerbsgründen abwerten, um so die eigene Exportwirtschaft auf Kosten ihrer Nachbarn zu fördern“, so der Consob- Vertreter. „Es hat sich jedoch herausgestellt“, so Minenna weiter, „dass die Architektur der Eurozone – insbesondere durch die Interpretation seitens der herrschenden europäischen Klasse – einen ebenso fruchtbaren Boden für die Entwicklung unangebrachter Wettbewerbsvorteile bietet wie das vorangegangene System flexibler Währungsregime.“

Schuld an dieser Entwicklung ist laut Minenna, dass man die Integration der Eurozone nur bruchstückhaft vorgenommen hat: Die Annahme einer Einheitswährung ohne gleichzeitige Integration des Arbeitsmarktes und der Fiskalpolitik führt demnach zu enormen Komplikationen, insbesondere wenn man in Betracht zieht, dass auf einzelstaatlicher Ebene verschiedene Inflationsniveaus bestehen.

Aufgeheizte Stimmung

Das Resultat dieser Vorgehensweise: „gewaltige kommerzielle Vorteile für ehemalige Hartwährungsländer wie Deutschland und Österreich“. Mark und Schilling erfuhren virtuell eine deutliche Abwertung, dazu kam vor allem in Deutschland eine Politik der Lohnausterität und niedrigen Inflation, was es „der deutschen produzierenden Industrie ermöglicht hat, ihren europäischen Mitbewerbern – insbesondere Italien – wichtige Marktanteile zu stehlen und so im Welthandel ihre Führungsrolle zu konsolidieren“.

Ja, Minenna sagt tatsächlich „stehlen“. Seitens einer Person des öffentlichen Interesses sind das enorm harte Worte, was Rückschlüsse darauf zulässt, wie aufgeheizt die Stimmung im Lande gegenüber der bereits erwähnten „herrschenden Klasse“ vulgo Kernzone sein muss. Tatsächlich ist das Abwertungsargument aber nicht ganz von der Hand zu weisen: Nimmt man den realen effektiven Wechselkurs (Anm: Real Effective Exchange Rate, REER) von Italien, Spanien, Frankreich und Deutschland, so hat sich Deutschland von der Einföhrung des Euro bis zum Ausbruch der Finanzkrise rund um den gemeinsamen Ausgangspunkt von 100 Indexpunkten gehalten, während Italien um fünf und Spanien um mehr als zehn Prozent aufgewertet hat. Im selben Zeitraum ist die Leistungsbilanz der Peripherieländer – Italien, Spanien, Griechenland, Portugal und Irland – von durchschnittlich minus zwei auf minus sieben Prozent abgestürzt, während der Saldo der Kernländer – Deutschland, Frankreich, Niederlande, Finnland, Österreich und Luxemburg – von „ausgeglichen“ auf bis zu plus vier Prozent geklettert ist.

Mit Einsetzen der Krise sind die Rendite-Spreads der Länder bekanntlich massiv auseinandergestoben. Minenna erweitert deshalb den realen effektiven Wechselkurs um diese Spreads und kommt so auf einen Indikator, den er Financial Real Effect Exchange Rate (F-REER) nennt (siehe Chart „Reale Währungsentwicklung“). Dieser zeigt vom Jahr 2000 bis Juli 2008 einen Verlauf, der dem REER-Graph ähnelt, ab dann jedoch eine relativ spektakuläre Schere aufreißt: Während Deutschland gemäß diesem Indikator von Januar 2000 bis Juli 2018 rund zehn Prozent abgewertet hat, haben Italien um knapp 20 und Spanien um knapp 30 Prozent aufgewertet. „Wir sehen also große Wettbewerbslücken, die sich zwischen Deutschland auf der einen sowie Spanien und Italien auf der andere Seite etablieren. Im italienischen Fall sind es 30, im spanischen Fall 40 Prozent zugunsten Deutschlands“, so Minenna.

Neben den günstigen Wechselkursen tragen auch die Rendite-Spreads zur steigenden Wettbewerbsfähigkeit der Kernzone bei. Vergleicht man den gleitenden Sechsmonatschnitt zehnjähriger deutscher Bunds mit analogen italienischen Papieren, so sind deren Renditen im Rahmen der Eurokrise über 400 Basispunkte geklettert und haben zeitweise an der 500er-Marke angeklopft. Als im Sommer des Vorjahres rund um die Wahlen wieder Bedenken zum politischen Risiko auftauchten, überschritten die Spreads wieder die 400-Punkte-Marke. Zwar sind diese Differenzen bis Redaktionsschluss wieder zurückgegangen, klar ist jedoch, dass die Märkte in puncto Peripherie nach wie vor hoch nervös sind, „weil es in der Krisenbekämpfung in sieben Jahren keine großen Verbesserungen gegeben hat“, so Minenna.

Risiko Nummer zwei

Womit wir uns dem bereits kurz erwähnten zweiten Risiko widmen wollen – nämlich dem der „systematischen Risikotrennung innerhalb der Eurozone“. Dabei handelt es sich pikanterweise um einen Zustand, der von den Ländern der Kernzone ausdrücklich angestrebt wird. Die finanzielle Quarantäne der Peripherie gilt dort als so ziemlich oberstes Gebot – eine Sichtweise, die eigentlich recht logisch erscheint. Wie also verteidigt ein italienischer Ökonom die These, es wäre besser, die Risiken nicht regional einzudämmen? Das tut er nicht unelegant, indem er nicht einzelstaatlich, sondern projektbezogen argumentiert. Der Tenor: Kann sich ein Land der Peripherie nicht in der Zone halten, bedeutet das möglicherweise deren Ende. Die Isolierung der einzelstaatlichen Risiken senkt also das einzelstaatliche Risiko der Kernländer und erhöht somit das Gesamtrisiko für die Eurozone.

Die Auslöser

Wobei Minenna Deutschland, Frankreich, Luxemburg und die Niederlande stark dafür verantwortlich macht, dass die Risiken für das Euro-Finanzsystem überhaupt erst entstanden sind: „Diese Staaten haben enorm zur Verbreitung der Eurokrise beigetragen. Zunächst bauten sie ein hohes Exposure gegenüber US-Derivaten auf. Als die Banken der Kernzone aufgrund dieser Engagements in Schieflage gerieten, drehten sie den verschuldeten Ländern der Peripherie die Kreditähne zu, womit die Leistungsbilanzen endgültig ins Rutschen gerieten.“ Die großen Leistungsbilanzüberschüsse Deutschlands seien wiederum in Länder wie Irland und Spanien geflossen und „hätten dort Investment- und Immobilienblasen verursacht“, so Minenna.

Insgesamt gibt der Consob-Mann an, dass das Gesamtexposure der französischen und deutschen Banken Richtung Peripherie Anfang 2008 bei rund 1,9 Billionen Euro lag. Als die Eurokrise schließlich ihre volle Wucht entfaltete, stellte sich „für die Regierungen in Frankreich und Deutschland die schwierige Frage“, ob man die eigenen Banken, denen bei ihren Peripherieforderungen gewaltige Verluste drohten, aus dem eigenen Budget auffangen oder Rettungsprogramme für die einzelnen Peripherieländer schnüren sollte. Bekanntlich wurde die Rettungspaket-Lösung vorgezogen.

Während diese Maßnahmen in der Kernzone vor allem unter dem Aspekt der „Rettung“ interpretiert werden und somit auch immer ein wenig der Subtext der Großzügigkeit mitschwingt, bewertet Minenna diese Strategie diametral entgegengesetzt: „Das riskante Exposure der deutschen und französischen Banken wurde auf den gesamten öffentlichen Sektor der Währungsunion und somit auf alle Regierungen der Eurozone transferiert, also auch auf solche, die ein vernachlässigbares Exposure in diese Richtung auswiesen.“

Aus Sicht des italienischen Ökonomen war das viel zitierte Peripherierisiko also in Wirklichkeit ein Kernzonenrisiko des dortigen Bankensektors, das nicht isoliert wurde, sondern vielmehr auf den Rest der Eurozone übergeschwappt ist.

Die Zeit, die den Banken erkaufte wurde, nützten diese für ein massives Deleveraging. Dieses erfolgte im Rahmen der Long-Term Refinancing Operations (LTROs), in denen vor allem Peripheriebanken die rund eine Billion Euro, die von der EZB ausgeschüttet worden waren, aufnahmen und in weiterer Folge den Kernbanken deren Peripherie-Exposure – sprich: Staatsanleihen – abkauften.

Legt man den Chart, der das Peripherie-Exposure abbildet, über den, der das Volumen der Peripherieschulden darstellt, die von nationalen Marktteilnehmern gehalten werden, lässt sich eine deutlich ausgeprägte inverse Korrelation ablesen (siehe Grafik „Umschichtung“): Während das Engagement der deutsch-französischen Banken von 1,9 Billionen Euro im April 2008 auf nur mehr knapp 700 Milliarden im Dezember 2017 zurückging, verdoppelte sich das Volumen der öffentlichen Schulden, die von heimischen Instituten und Investoren gehalten wurden, auf rund zwei Billionen Euro.

Im Rahmen des 2015 initiierten Public Sector Programme (PSP) wurde die Strategie geändert. Nicht mehr private Institute kauften Papiere, sondern die nationalen Notenbanken – „die Nationalisierung der Schulden fand also nicht mehr in der Bilanz des privaten Bankensektors, sondern in jenen der einzelnen Nationalbanken statt“, so Minenna.

Am besten – und damit befindet sich der italienische Ökonom wieder im Konsens mit vielen seiner Kollegen aus der Kernzone – lassen sich die aus den Kaufprogrammen entstandenen Ungleichgewichte im Rahmen der Target-2-Salden abbilden (siehe Grafik „Die Salden des Schreckens“). Diese Bilanzen bilden die Finanzströme zwischen den Ländern der Eurozone ab. Zunächst laufen sie mit dem Beginn der Finanzkrise auseinander, um mit dem Beginn von LTRO im Dezember 2011 und PSP im März 2015 jeweils einen ordentlichen Zwischenschub zu erhalten. Während Target 2 für Kernländer aber eine Warnung davor darstellt, was passieren könnte, wenn die in diese Salden abgebildeten Forderungen nicht bedient werden, stellt es für die Peripherie einen Hinweis darauf dar, in welche Richtung die Risiken der Eurozone abgewälzt wurden.

Nun könnte man an dieser Stelle sagen: So weit, so gut. Das ist jetzt nicht die beste aller Welten, aber immerhin wurde die Eurozone gerettet – was in gewisser Weise auch stimmt. Allerdings hat der Sommer 2018 wieder ein Schlaglicht auf die Redenominationsrisiken geworfen – also auf das Risiko, das entsteht, wenn ein Land aus der Eurozone herausfällt, eine nationale Währung annimmt und die Staatsschulden des Landes neu bewertet beziehungsweise abgewertet werden, oder gar ganz ausfallen. Dieses Risiko ist vergangenen Sommer deutlich angesprochen, wie man anhand der Entwicklung von italienischen Staatsanleihen sehen kann, die durch CACs (Collective Action Class) geschützt sind, und sie mit solchen vergleicht, die derartige Schutzrechte nicht ausweisen (siehe Grafik „Wenn die Angst um sich greift“). CAC-Bonds wurden 2013 eingeführt und weisen aufgrund ihres höheren Gläubigerschutzes in der Regel geringere Kupons aus. Je höher das Risiko, desto stärker sollte also der Spread zwischen diesen beiden Anleihtypen ausfallen. Genau das ist geschehen: Während die Renditedifferenz im Frühjahr 2018 noch bei rund fünf Basispunkten lag, verfünffachte sich diese im Jahresverlauf. Das isolierte Austrittsrisiko Italiens wurde also im Herbst 2018 fünfmal so hoch gesehen wie zu Jahresbeginn.

Minennas Argument lautet also: Dadurch, dass die Risiken für einzelne Länder der Europeripherie gestiegen sind, hat sich das Risiko für Eurozone insgesamt ebenso deutlich erhöht. Was also wäre aus Sicht des italienischen Finanzmarktaufsehers zu tun, um eben diese Risiken zu verringern?

Mögliche Strategien

Die Antwort Minennas: Vor allem die EZB muss ihren Ansatz ändern. Das reine Inflationsziel sieht er aufgrund der national unterschiedlichen Teuerungsraten als verfehlt an. „Stattdessen sollte die Bank ein direktes Zinsziel verfolgen, wie es die Bank of Japan bereits 2016 beschlossen hat.“ Im Rahmen dieser Strategie sollte die Zentralbank unter Rücksichtnahme auf die unterschiedlichen Inflationsniveaus kontinuierlich und differenziert in den einzelnen Staaten intervenieren. Das kann aber nur funktionieren, wenn man in einem ersten Schritt auf die derzeit angewendeten Kapitalschlüssel des PSP verzichtet. Dieses Kriterium sieht vor, dass das Interventionspotenzial einer Notenbank von Wirtschaftswachstum und Bevölkerungszahl abhängt. Paradoxerweise habe das dazu geführt, dass „Deutschland der größte Nutznießer“ dieser Interventionen sei. Außerdem müssten die Interventionen aus Sicht Minennas von den nationalen Notenbanken auf die EZB übertragen werden. Das würde zu einer Reduzierung der Target-2-Salden und der aus Peripheriesicht erwünschten Aufteilung der Eurorisiken führen.

Um die Eurozone aber wirklich zu stabilisieren, führt laut Minenna „angesichts der gewaltigen Zentrifugalkräfte“ kein Weg an einer stärkeren Integration vorbei, die schlussendlich in einer Fiskalunion enden soll. Der erste Schritt auf diesem Wege wäre eine Reform und Ausweitung des Euro-Schutzschildes ESM, die letzten Endes in eine supranationale Garantie für alle Länder der Eurozone mündet und außerdem eine Nicht-Redenominierungs-Klausel beinhaltet.

Diese Positionen sind aus der Perspektive von Kerneuropa sicherlich radikal, wahrscheinlich provokant und möglicherweise absurd. Aufgrund der Quelle sind sie aber ernst zu nehmen und stellen somit Ansätze dar, die die Peripherie durchzusetzen versuchen wird. Marktteilnehmer sollten sich also nicht überrascht zeigen, wenn das Thema „Transferunion“ in nächster Zeit wieder prominenter gespielt und entsprechend vehement argumentiert wird. Die mitunter verbittert anmutende Tonalität des Positionspapiers lässt darauf schließen, dass sich die Peripherie nicht nur ökonomisch, sondern auch moralisch im Recht sieht. Das könnte entsprechende Unruhe in die Märkte der Eurozone tragen.

Hans Weitmayr
