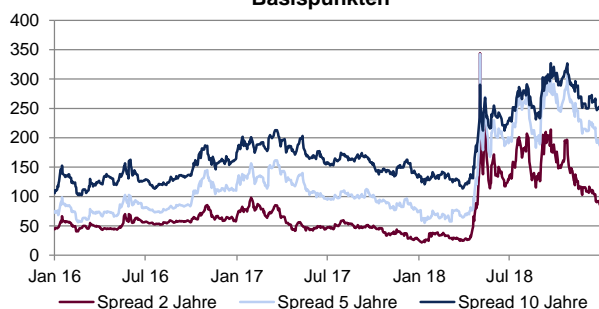


**DIE ERHOLUNG ITALIENISCHER ANLEIHEN BLEIBT FRAGIL**

Italienische Anleihen gehörten zuletzt zu den Gewinnern an den Kapitalmärkten. Aber die Probleme des Landes sind nicht gelöst, sondern haben sich tendenziell weiter verschärft. Die konjunkturelle Abkühlung erschwert den Abbau der Staatsverschuldung. Auch der Bankensektor ist angesichts eines hohen Bestandes an faulen Krediten ein Risikofaktor, wie das Beispiel der unter EZB-Zwangsaufsicht gestellten Banca Carige zeigt. Die härtere Gangart der EZB in Sachen Bereinigung der Bankbilanzen könnte zudem den nächsten politischen Konflikt mit Italien auslösen. Hinzu kommt, dass die Finanzierung der Wahlversprechen den Haushalt belasten dürfte, so dass die Neuverschuldung vermutlich höher als mit der EU vereinbart ausfallen wird. Am Jahresende droht dann eine Neuauflage des Budgetstreits mit Brüssel.

Italienische Staatsanleihen gehörten am Anleihemarkt zu den klaren **Outperformern**. Bei zehnjährigen Titeln engten sich seit Mitte Oktober die Renditeaufschläge zu Bundesanleihen um fast 80 Basispunkte ein. In Kombination mit dem allgemeinen Zinsrückgang in diesem Zeitraum konnte in einer nervösen Marktphase eine Performance von etwa **neun Prozent** erzielt werden.

**Italien: Anleihespreads zu Bunds in Basispunkten**



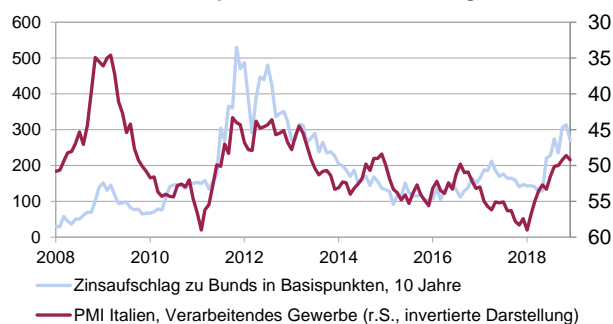
Was waren die Gründe für das wiederkehrende Vertrauen in italienische Staatsanleihen? Erstens sind die Renditen von Staatsanleihen des Landes sehr hoch und lagen im Oktober letzten Jahres zwischenzeitlich, bezogen auf die zehnjährigen Titel, bei über **3,7 Prozent**. Vertraut man wie viele institutionelle Investoren darauf, dass die Bewertung der Bonität im unteren **Investment Grade-Bereich** verbleibt, ist diese Rendite attraktiv. Moody's stufte die Bonität Italiens im Oktober zwar auf Baa3, also die unterste Stufe im Investment Grade, herab, setzte den Ausblick aber auf stabil. S&P ließ das Rating bei BBB, senkte jedoch den Ausblick auf negativ. Ein High Yield-Rating ist somit vorerst nicht zu erwarten.

Zweitens kam es im Dezember im Haushaltsstreit mit der EU-Kommission zu einer **Einigung**, wonach das Budgetdefizit nicht wie ursprünglich geplant auf 2,4 Prozent des Bruttoinlandsprodukts, sondern nur auf 2,04 Prozent ansteigen soll. Drittens hat Italien mit der **Refinanzierung seiner Verbindlichkeiten** einen guten

Jahresstart hingelegt und konnte in der vorletzten Woche am Primärmarkt bei robuster Nachfrage frische Mittel bei **internationalen Investoren** einsammeln. Dies ist eine erfreuliche Nachricht, zumal die EZB ihren Nettobestand an Anleihen ab dem Jahresbeginn nicht weiter erhöht hat.

Aber auch wenn es gewisse Fortschritte gibt, sollten Anleger sich davor hüten, den positiven Trend fortzuschreiben. Denn es gab auch einige bedenkliche Entwicklungen. Dazu gehört in erster Linie die deutliche **konjunkturelle Abkühlung**, die auch vor Italien nicht halt gemacht hat. So sank im dritten Quartal das Bruttoinlandsprodukt des Landes um 0,1 Prozent und der Einkaufsmanagerindex für die Industrie liegt seit Oktober unterhalb der Expansionsschwelle von 50 Punkten.

**Italien: Anleihsespread und Einkaufsmanagerindex**



Bedenklich ist dies vor allem, weil es eine enge gleichgerichtete Verbindung zwischen der Höhe des **Zinsaufschlags italienischer Anleihen** und der **konjunkturellen Entwicklung** gibt. Denn eine schwache Konjunktur führt zu geringeren Steuereinnahmen bei gleichzeitig höheren Ausgaben des Staates für Sozialtransfers. Die Folge ist, dass das Budgetdefizit ansteigt. Der mit der EU-Kommission vereinbarte Zielwert des Defizit von 2,04 Prozent dürfte kaum zu halten sein, wenn das Wachstum in Italien nicht anzieht. Zu erwarten ist eher, dass die **Neuverschuldung stärker als vereinbart** ansteigt und sich der ohnehin sehr hohe

Finanzierungsbedarf des Landes erhöht. Auch der Internationale Währungsfonds hat in seinem Prognose-Update vom Wochenbeginn auf die Entwicklung reagiert und die **Wachstumserwartung für Italien gesenkt**. Demnach steigt das BIP Italiens in diesem Jahr nur noch um 0,6 Prozent. Italien selbst rechnet ebenfalls nur noch mit einem Prozent Wachstum.

Die konjunkturelle Abkühlung verstärkt zudem die **Probleme im italienischen Bankensektor**. Zwar hat der Anteil notleidender Kredite an den Gesamtkrediten innerhalb des Bankensektors bis zur Mitte des letzten Jahres kräftig abgenommen, aber mit aktuell etwa neun Prozent liegt der Wert weiter auf einem zu hohen Niveau. Die hohen Zinsen wirken zudem negativ auf die **Finanzierungskonditionen der Unternehmen**, die im Gegensatz zu ihren Pendanten in anderen Eurostaaten nicht in den Genuss rekordtiefer Zinsen kommen. Investitionen werden gedämpft, was die konjunkturelle Abkühlung weiter verstärken könnte.

Die Probleme im Bankensektor sind zum Jahreswechsel deutlich sichtbar geworden, als die nach Einlagen zehntgrößte italienische Bank, Banca Carige, unter **Zwangsverwaltung durch die EZB** gestellt wurde. Das italienische Institut hatte zuvor versucht, eine notwendige Kapitalerhöhung in Höhe von 400 Mio. Euro durchzuführen, war dabei aber am Unwillen der Eigentümer gescheitert. Hauptgrund für die Schieflage der Bank sind Belastungen durch **faule Kredite** angesichts der schwachen konjunkturellen Entwicklung in den letzten Jahren. Aber auch der Anstieg der Renditen auf italienische Staatsanleihen belastet die Banken, die unter den Kursverlusten dieser in ihren Bilanzen hoch gewichteten Vermögenswerte leiden.

Und der nächste Konflikt ist vorprogrammiert: So fordert die EZB nach Informationen von Reuters, dass die von ihr überwachten Banken ihre **faulen Kredite mit Rückstellungen vollständig hinterlegen** sollen und nennt wohl feste Zieldaten, bis wann dies erreicht werden muss. Mit der Übernahme der Zwangsverwaltung der Banca Carige zeigt die EZB als maßgebliches Organ der Bankenaufsicht, dass sie ihre Forderungen sehr ernst meint und weist Richtung Italien. Dort wiederum empfindet die Links-Rechts-Koalition die Vorgaben der EZB als Einmischung von außen und reagiert gereizt. Denn für **einige schwächere italienische Banken** könnte eine zügige Bereinigung der Bilanzen teuer werden. Der Vize-Ministerpräsident Matteo Salvini spricht von 15 Mrd. Euro an direkten Kosten für die Banken des Landes. Die Kreditvergabe könnte leiden und damit das ohnehin fragile Wachstum dämpfen.

Anleger sollten sich nicht von der jüngsten positiven Entwicklung täuschen lassen. Denn in den letzten Wochen haben die Risiken eher zugenommen. Die **Refinanzierung der Staatsschulden** bleibt angesichts des Volumens eine schwierige Aufgabe. Da das Wachstum schwach bleiben sollte und die Wahlversprechen wie ein früheres Renteneintrittsalter und eine Grundsicherung für alle Bürger den Staat teuer zu stehen kommen, dürfte spätestens zum Jahresende deutlich werden, dass Italien sein Defizitziel nicht erreichen kann. Da aber auch andere Staaten wie Frankreich nach den Zugeständnissen an die Gelbwesten vermutlich die Vorgaben verfehlen, dürfte sich die Position Italiens relativ gesehen etwas verbessern.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319  
Erik Baas, CFA (ebaas@marcard.de), Björn Block (bblock@marcard.de)

#### Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

#### © Copyright 2019

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

#### Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.