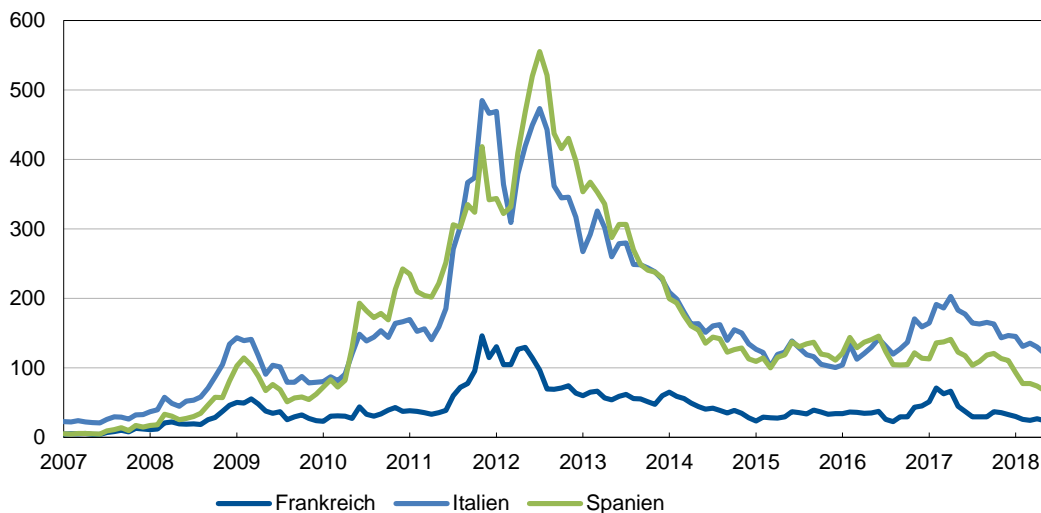


Schon seit Jahren bewirkt die EZB mit ihrer expansiven Geldpolitik, dass die Risikoprämien der Euro-Länder auf niedrigem Niveau relativ eng beieinander liegen. Das niedrige Niveau ist nötig, um die Schuldentragfähigkeit vieler Euro-Staaten zu sichern. Denn nur aufgrund der anhaltend niedrigen Zinsen konnten Länder wie Italien und Spanien selbst angesichts eines nur moderaten Wirtschaftswachstums eine stabile bzw. auf Sicht sinkende Schuldenquote erreichen und trotzdem ihren fiskalischen Spielraum erhalten. Die konvergierenden Risikoprämien wiederum zeigen, dass die Risikoeinschätzung der Finanzmärkte für einzelne Länder nicht bedeutend von der für die gesamte Euro-Zone abweicht. Die Risikoprämien spiegeln also die Integration der Kapitalmärkte in der Euro-Zone. Jüngste Entwicklungen in Italien zeigen, dass diese Integration trotz aller EZB-Bemühungen kein Selbstläufer ist.

Abb.1: Risikoprämien ausgewählter Länder; in bps



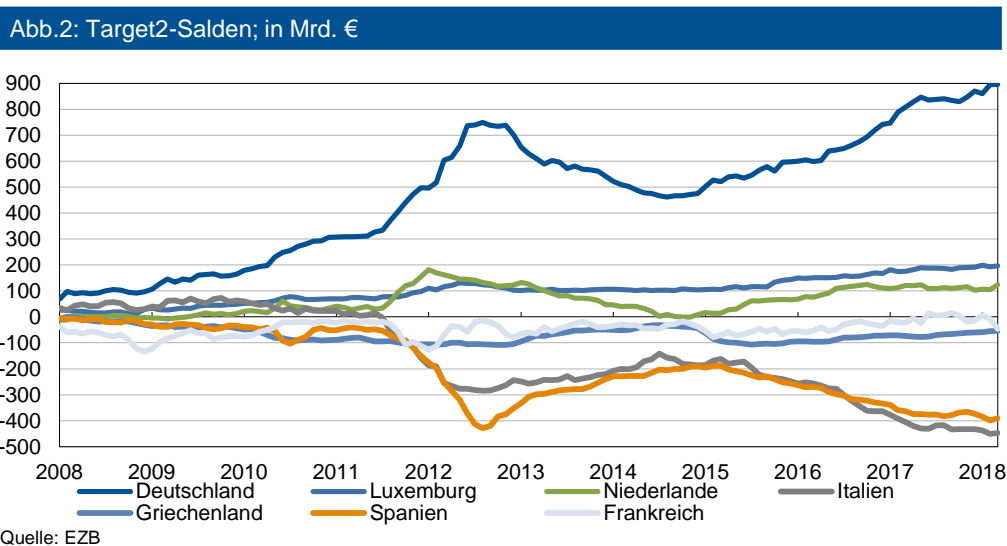
Quelle: Bloomberg Risikoprämie = Aufschlag 10-jährige Staatsanleihen zu Bundesanleihen

Während der Euro-Krise hatten die Divergenzen der Risikoprämien eine klare Fragmentierung der Risikoeinschätzung offenbart: Die Märkte hatten die Euro-Staaten einzeln beurteilt und stellten damit die Sinnhaftigkeit der Euro-Zone in Frage. Seitdem haben die positive Konjunkturlage und die EZB-Geldpolitik die Fragmentierung in der Euro-Zone „zugedeckt“ und zu einer erneuten Konvergenz der Risikoeinschätzung geführt. Nach wie vor besteht allerdings die Sorge, dass bei einem konjunkturellen Abschwung und dem damit verbundenen Konfliktpotenzial über die „angemessene“ Fiskalpolitik die Diskussion über eine erneute Fragmentierung der Märkte und über den Erhalt der Euro-Zone wieder aufkommen könnte. Italien zeigt aktuell, dass dieses Szenario trotz EZB-Bemühungen und relativ guter Konjunktur zur Realität werden kann. Grundsätzlich geht es vor allem um den Konflikt zwischen der Realpolitik der einzelnen Euro-Länder und den auf die Euro-Zone ausgerichteten, dokumentierten und zugestimmten Richtlinien.

Zwar hatte der Maastricht-Vertrag bereits vor der Euro-Krise relativ wenig Einfluss auf die Fiskalpolitik der Euro-Länder (Deutschland eingeschlossen). Allerdings ist erst mit der Euro-Krise die Missachtung dieses Vertrags eskaliert. Mittlerweile werden nicht einmal mehr die gemeinsam vereinbarten Prinzipien akzeptiert. In einigen Ländern – allen voran Italien, aber auch Frankreich – werden sie teilweise offen abgelehnt. Erschreckend ist, mit welcher Selbstverständlichkeit seit der Euro-Krise zuvor abgestimmte Prinzipien wie die Selbstverantwortung im Sinne der Gemeinschaft nun abgelehnt werden. **Der Gedanke, dass einige Länder die Euro-Krise als Opportunität für die Vergemeinschaftung ihrer Probleme nutzen wollen, ist leider nicht mehr völlig abwegig.** Wirtschaftliche Probleme wie schwaches Wachstum oder eine hohe Schuldenquote führen nicht mehr automatisch zu länderspezifischen Gegenmaßnahmen, sondern zu einer „Reform“ der entsprechenden Euro-Regeln. Und da Europa – mit den Worten der deutschen Kanzlerin – handlungsfähig bleiben muss, führt dies zu Lösungen auf europäischer Ebene wie dem europäischen Währungsfond (EMF) oder einem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM). Beide heben länderspezifische Probleme auf die Euro-Ebene, um einer Fragmentierung der Kapitalmärkte gegenzusteuern und Spekulationen über einen Euro-Zerfall einzudämmen.

Die letzten Wochen haben gezeigt, dass Liquidität, in welcher Form auch immer (durch EWF, ESM oder EZB), keine nachhaltige Glaubwürdigkeit für den Euro-Zusammenhalt liefern kann. Dies zeigt die jüngste Entwicklung der italienischen Risikoprämien. Zweifel am Erhalt der Euro-Zone waren immer latent vorhanden und bestehen nach wie vor. Die Entwicklung auf den Finanzmärkten deutet zudem daraufhin, dass die Euro-Zone relativ wenig erreicht hat, wenn es darum geht, den Erhalt der Gemeinschaftswährung grundsätzlich zu stärken. Dies dokumentieren auch die anhaltend hohen Target-2-Salden, über die nur noch relativ wenig berichtet wird. **Wer also auf Euro-Institutionen wie EMF, ESM oder auch der EZB als Garanten einer stabilen Euro-Zone setzt, mag enttäuscht werden.** Denn es ist weniger die Aufgabe der EZB, den Zusammenhalt der Währungsunion sicherzustellen; das müssen Politik und Gesellschaft garantieren.

Ursachen für Wirtschaftskrisen in der Euro-Zone werden meist exogen verortet, was die Notwendigkeit einschneidender Maßnahmen in der Gemeinschaft reduziert und vor allem die Liquidität der EZB oder anderer Institutionen in den Vordergrund stellt. Demnach fallen Wirtschaftskrisen über Europa herein, und die Länder müssen deshalb durch übergreifende Institutionen geschützt werden. Weniger im Bewusstsein verankert ist die Tatsache, **dass Wirtschaftskrisen zumeist endogen sind und von den Ländern der Euro-Zone selbst verursacht werden.**



Finanzmärkte werden von den europäischen Regierungen eher als Gegner und nicht als Signalgeber für richtiges oder falsches Verhalten angesehen. Risikoprämien weiten sich nach verbreiteter Meinung aus, weil „irrationale Spekulanten“ Profite wittern und gegen ein Land wetten, und nicht, weil das Land durch eine nicht-nachhaltige Wirtschafts- und Finanzpolitik ein erhöhtes Ausfallrisiko aufweist. Die Euro-Zone geht mit permanenten Institutionen wie dem ESM oder dem EWF nicht den Weg einer stärkeren Eigenverantwortung, die Marktpreissignale akzeptiert. Bevorzugt wird der Weg des gemeinschaftlichen Handelns, um dadurch den disziplinierenden Markteinfluss auszuschalten. Zwar ist vorgesehen, dass die Liquiditätsbereitstellung für ein Land durch ESM oder EWF mit Auflagen verbunden ist, doch vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Historie kann an der Effektivität solcher Auflagen gezweifelt werden. **Obwohl viele Verträge in der Vergangenheit nicht oder nur teilweise eingehalten wurden, werden sie immer noch als primärer Disziplinarmechanismus angesehen.**

Die Option, nicht-marktkonforme Finanzierungen zur Verfügung zu stellen, reduziert den Anreiz für Reformen. Dieser Kritik musste sich bereits die EZB stellen: Durch ihre Niedrigzinspolitik reduziere sie den Anreiz für notwendige Reformen. Allerdings ist diese Kritik gegenüber der EZB weniger gerechtfertigt: Denn nur mit Wirtschaftswachstum, das kurzfristig durch die Niedrigzinspolitik gestützt wird, ist das Umfeld für erfolgreiche Reformen gesichert. Im Falle von anhaltenden und langfristig niedrigen Zinsen gewinnen die Einwände allerdings auch für die EZB-Politik an Bedeutung.

Es ist zwischen der Notwendigkeit von höheren Ausgaben und Schulden in Zeiten schwacher Konjunktur und falschen Anreizen zu unterscheiden. Eine expansive keynesianische Politik kann notwendig sein, um die Wirtschaft anzukurbeln. Doch dies ist Krisenpolitik und darf kein anhaltender Zustand sein. Langfristig wird Wachstum durch die Angebotsseite bzw. durch Strukturreformen bestimmt. Häufig wird fehlendes Wachstum als Konsequenz einer Sparpolitik und nicht als Folge fehlender Reformen gesehen. Italiens schwache Wirtschaftsdynamik in den letzten Jahrzehnten ist jedoch weniger eine Folge der Fiskalpolitik, sondern beruht auf fehlenden Reformen. Wenn es nun den EWF und die avisierte kurzfristige Finanzierung durch den ESM bereits geben würde, was würde dies aktuell für Italien bedeuten? Würde Italien im Falle von anhaltend ausgeweiteten Risikoprämien – also in einer Wirtschafts- bzw. Finanzkrise – eine „permanente“ Brückenfinanzierung erhalten? Man mag es angesichts der Größe Italiens befürchten; **und das, obwohl die aktuelle Ausweitung der Risikoprämien vollkommen „made in Italy“ ist und nichts mit einer exogen verursachten Liquiditätskrise zu tun hat.**

Fazit: Die Volatilität der italienischen Risikoprämien zeigt, dass die Euro-Zone dringend neue Rahmenparameter benötigt, um das Vertrauen in den Erhalt der Währungsunion auch ohne EZB-Geldflut zu sichern.

Vorgeschlagene Maßnahmen wie ein europäischer Währungsfonds oder ein permanenter Europäischer Stabilitätsmechanismus bieten jedoch keine Lösung. Denn wie das Beispiel Italien zeigt, sind die Ursachen der Probleme nicht exogen in dem Sinne, dass Staaten aufgrund von Fehleinschätzungen der Finanzmärkte in Liquiditätsprobleme geraten, sondern sie sind endogen und damit vom jeweiligen Land in der Euro-Zone selbst verursacht.

Solange Mitgliedsstaaten davon ausgehen können, dass die Gemeinschaft ihre selbst verursachten Probleme löst, wird die Existenz der Euro-Zone immer wieder in Frage gestellt werden. Eine dauerhafte Krisenpolitik wird die Folge sein, was für anhaltend niedrige Zinsen sowie hohe Volatilität länderspezifischer Risikoprämien spricht. Da wird auch die EZB auf Dauer nicht viel ausrichten können und notwendige Reformen werden so auf die lange Bank geschoben.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

11. Juni 2018
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann
Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz