



Aquila & Co. AG | 28. November 2016

Italien droht Eurozone in die nächste Krise zu stürzen

Verfassungsreferendum in Italien könnte für neue Turbulenzen bei Aktien, Anleihen und Währungen sorgen

Mit dem am 4. Dezember 2016 zur Abstimmung stehenden Verfassungsreferendum steht nicht nur für Italiens Wirtschaft viel auf dem Spiel. Sollten die Italienerinnen und Italiener die Verfassungsreform bachab schicken, droht der Eurozone eine weitere harte Belastungsprobe und eine erneute Abschwächung der europäischen Einheitswährung.

Im Vorfeld des folgeschweren Plebiszits steigt an den Finanzmärkten die Nervosität. Bereits jetzt beanspruchen die Marktteilnehmer eine höhere Risikoprämie für italienische Staatsanleihen. Und der Euro ist zum Dollar auf den tiefsten Stand seit Dezember 2015 gesunken. Mit den am 4. Dezember zur Entscheidung stehenden Sachfragen allein sind die nervösen Marktreaktionen nicht zu erklären. Aus Anlegersicht ist die Verfassungsänderung jedenfalls vorteilhaft: Dank der Revision sollen das hochkomplizierte Zweikammersystem Italiens stark vereinfacht und die bürokratischen Abläufe verringert werden. Der Senat würde deutlich verkleinert und verliert an Macht, während die Exekutive ge-

stärkt würde. Die Regulierung, welche die italienische Wirtschaft bremst, könnte eher eingedämmt werden.

Ist Italien überhaupt zu Reformen fähig?

Weit wichtiger als die effektiv zur Debatte stehenden Gesetzesänderungen ist allerdings die Frage, ob Italien überhaupt zu Reformen in der Lage ist. Sollte die Vorlage scheitern, sinkt damit die Chance, dass auch andere für Staat und Wirtschaft wichtige Reformen politisch durchsetzbar sind. Doch diese wären dringend nötig, um das ohnehin schwache Wachstum in Bella Italia von klar weniger als 1 Prozent anzukurbeln und die hohe Schuldenlast abzubauen.

Riesiger Schuldenberg beim Staat – faule Kredite bei Banken

Die drittgrösste Volkswirtschaft der Eurozone sitzt auf einem gefährlichen Schuldenberg, der 135 Prozent der gesamten Wirtschaftsleistung Italiens pro

Jahr entspricht. Noch mehr Schulden in der Eurozone hat lediglich der marode Schuldenstaat Griechenland. Auch der Privatsektor in Italien ächzt unter enormen Schulden: Allein in den Bilanzen der italienischen Banken werden faule Kredite von 360 Milliarden Euro vermutet, was den Sektor bei nüchterner Betrachtung zum Sanierungsfall macht.

Längst sind viele Anleger deshalb auf Distanz zu den italienischen Bankenaktien gegangen. Bei einem Nein zum Verfassungsreferendum muss insbesondere bei den Bankenwerten mit weiteren Kursrückschlägen gerechnet werden, zumal sich das Investitionsklima weiter eintrüben würde.

Anti-EU-Kräfte könnten auch in Italien Auftrieb erhalten

Dass im Fall eines Scheiterns der Verfassungsrevision Premierminister Matteo Renzi, der den Ausgang der Abstimmung mit seiner politischen Zukunft eng verknüpft hat, zurücktreten würde und das Land wieder einmal in eine politische Krise fallen würde, wäre nicht mal das grösste Übel. Für die Finanzmärkte weit bedeutender ist die Frage, wer auf Renzi folgen würde und welches die Konsequenzen für die EU sind. Angesichts des Anti-Establishment-Trends und dem starken Aufkommen populistischer Tendenzen wie sie derzeit in den USA und Europa zu beobachten sind, besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass in Italien die Anti-EU-Kräfte deutlich Auftrieb erhielten. Sollten sie sich durchsetzen, könnte nach Grossbritannien auch Italien vermehrt auf Distanz zur EU gehen. Die Vertrauenskrise, in der die EU heute schon steckt,

würde verschlimmert. Dies sowie die im nächsten Jahr angesetzten Wahlen in Frankreich, den Niederlanden und Deutschland und der unklare Ausgang der EU-Austrittsverhandlungen Grossbritanniens beinhalten für die Märkte erhebliche Unsicherheitsfaktoren.

Weiterer geldpolitischer Druck für EZB

Die Unsicherheit über den Ausgang des Verfassungsreferendums in Italien dürfte den Euro weiter belasten. Angesichts der realen Risiken für die EU und die Wirtschaft Italiens muss bei einer Ablehnung der Verfassungsreform mit einer Korrektur an den europäischen Aktienmärkten gerechnet werden. Je nach Ausmass der Verunsicherung ist nicht auszuschliessen, dass die Europäische Zentralbank EZB ihre milliardenschweren Wertpapierkäufe nicht nur um ein weiteres halbes Jahr verlängert, sondern die Leitzinsen sogar nochmals senkt, was auch die Schweizerische Nationalbank SNB unter Zugzwang bringen würde, die Negativzinsen hierzulande auszuweiten. Ein Szenario, das von der SNB-Spitze in den letzten Tagen mehrfach als möglich eingestuft wurde.

Italienische Aktien günstig bewertet

Für einen Investor stellt sich immer auch die Frage: „Wieviel an negativen Nachrichten ist schon in den Preisen enthalten? Wie die folgende Grafik zeigt, gehören italienische Aktien mit einem Shiller-KGV von 10.6 zu den weltweit billigsten Aktienmärkten. Man beachte, dass US-Titel zweieinhalb Mal so teuer sind, wie italienische Aktien! Die Investoren haben Mr. Trump und dem US-Aktienmarkt (dem

italienischen Aktienmarkt) bereits erhebliche Vorschusslorbeeren („negative Vorschusslorbeeren“) verteilt. Im Gegensatz zum Brexit-Plebiszit und der US-Präsidentenwahl, zeigen die Meinungsumfragen an, dass das Verfassungsreferendum abgelehnt werden wird. Würde es wider Erwarten doch angenommen, würden italienische Aktien „in Richtung Norden springen“, insbesondere italienische Banken, da dann längst überfällige Reformen in Angriff genommen werden könnten und die Ängste, dass Eurofeindliche Parteien bald die Oberhand bekommen könnten, vom Tisch gefegt würden.

Was, wenn sich das Konsensscenario „Ablehnung des Verfassungsreferendum“ realisiert?

Da die überwiegende Mehrheit der Investoren davon ausgeht, dass das Referendum abgelehnt wird, ist ein Teil dieses Negativschocks bereits eingepreist. Aber eben nur ein Teil und nicht Alles. Je deutlicher die Ablehnung erfolgt, desto grösser die Wahrscheinlichkeit, dass die Investoren damit rechnen, dass eurofeindliche Anti-Establishment Parteien, allen voran die Cinque Stelle Movement bei Neuwahlen die Oberhand gewinnen würden. Dies könnte zu erheblichen Marktturbulenzen führen. Aber auch dann wäre das letzte Wort hinsichtlich der Zukunft Italiens noch lange nicht gesprochen!

Italienische Aktien sind tief bewertet

