



Braunschweig, 01. Juli 2018

Sehr geehrter Geschäftspartner,

nicht schon wieder Italien...

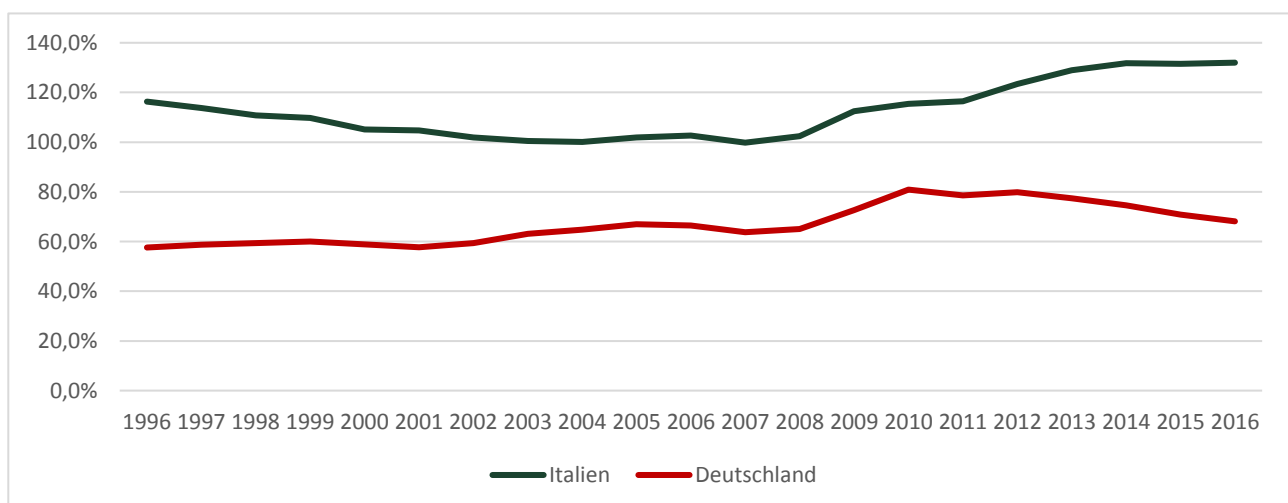
War diese Aussage bis vor wenigen Jahren noch überwiegend von Anhängern des Fußballsports zu hören, sind es heute eher die Finanzmärkte und deren Akteure, die ab und an besorgt in Richtung unseres südlichen Nachbarn blicken. So geschehen auch im Mai dieses Jahres, als im Zuge einer schwierigen Regierungsbildung die italienische Staatsverschuldung erneut Thema der Diskussion war und zu einem Anstieg der Zehnjahresrenditen auf 3,5% geführt hat.

Solche Niveaus sind noch weit entfernt von den Spitzen des Jahres 2011. Und dennoch gab es auch diesmal wieder gelegentliche Zwischenrufe, welche die Verschuldung Italiens für zu hoch und die Finanzierung des italienischen Haushalts für nicht nachhaltig erachteten. Eine Pleite, so die logische Konsequenz, sei im Falle steigender Zinsen somit unausweichlich. Mit Hilfe dreier Beispiele möchten wir verdeutlichen, dass dem nicht so ist.

Staatsschuldenquote

Definition: „Die Staatsschuldenquote ist das prozentuale Verhältnis des Schuldenstandes eines Staates zum nominalen Bruttoinlandsprodukt (BIP) dieses Staates.“¹ Im Falle von Italien und Deutschland hat sich diese Verhältniszahl in den letzten 20 Jahren wie folgt verändert:²

Es ist ersichtlich, dass die grüne Linie dauerhaft über 60% (Kriterien von Maastricht) und oberhalb der roten Linie liegt. Auch der in den letzten Jahren zu beobachtende Anstieg der grünen sowie Rückgang der roten



¹ <https://www.haushaltssteuerung.de/lexikon-staatsschuldenquote.html>

² Quelle: Eurostat

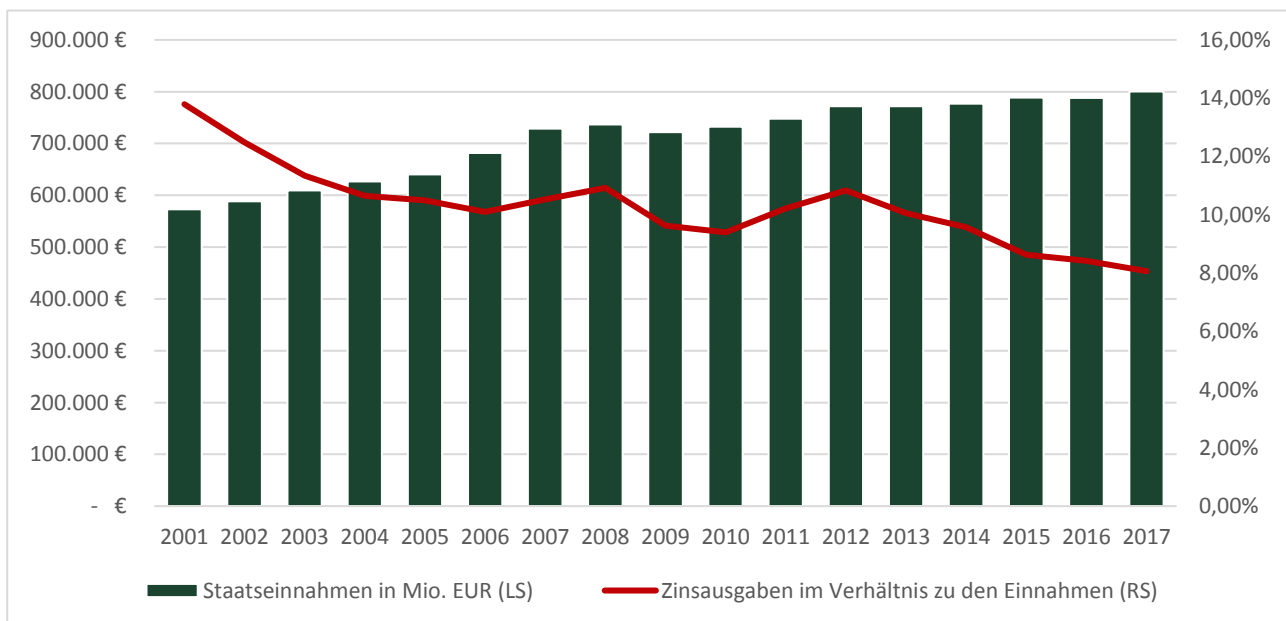


Linie wurde vielfach in den Medien thematisiert. **Nur welche Bedeutung haben diese Aussagen?** Ein kleiner Exkurs in das Privatleben soll dabei helfen, diese Frage zu beantworten.

Angenommen Sie verfügen über ein Jahreseinkommen von 100.000 Euro und planen den Erwerb eines Einfamilienhauses zu einem Kaufpreis von 600.000 Euro. Hierfür stehen ihnen eigene Mittel in Höhe von 200.000 Euro zur Verfügung. Die Differenz von 400.000 Euro soll mit Hilfe von Fremdkapital finanziert werden. Gemäß der oben genannten Definition würde sich hier ein Verhältnis von vier Teilen fremden Kapitals zu einem Teil Einkommen und somit eine Schuldenquote von 400% errechnen. Welche Aussagekraft hat diese Zahl? Antwort: Keine, denn weder gibt sie Auskunft über die Höhe des Eigenkapitals (Differenz aus der Summe der Vermögenswerte und des Fremdkapitals) noch über die Fähigkeit, den für das fremde Kapital benötigten Kapitaldienst (die Summe aus Zins und Tilgung) zu erbringen. **Aus den gleichen Gründen ist die Staatsschuldenquote ungeeignet, um die Finanzierungssituation eines Landes adäquat zu beschreiben.**

Zinslastquote

Definition: „Die Zinslastquote gibt an, wieviel Prozent des Gesamthaushalts der Staat für die Zinstilgung seiner Staatsschulden ausgeben muss.“³



Wie die vorstehende Grafik zeigt, musste der italienische Staat zuletzt einen immer geringeren Anteil seiner (steigenden) Einnahmen zur Begleichung von Zinsforderungen verwenden. Prognosen gehen zudem davon aus, dass dieser Anteil in den kommenden Jahren weiter sinken und sich somit noch weiter von der Zehn-Prozent-Marke entfernen wird, die allgemein als Obergrenze für solide Staatsfinanzierung gilt. **Bezogen auf**

³ <https://www.boerse.de/boersenlexikon/Zinslastquote>

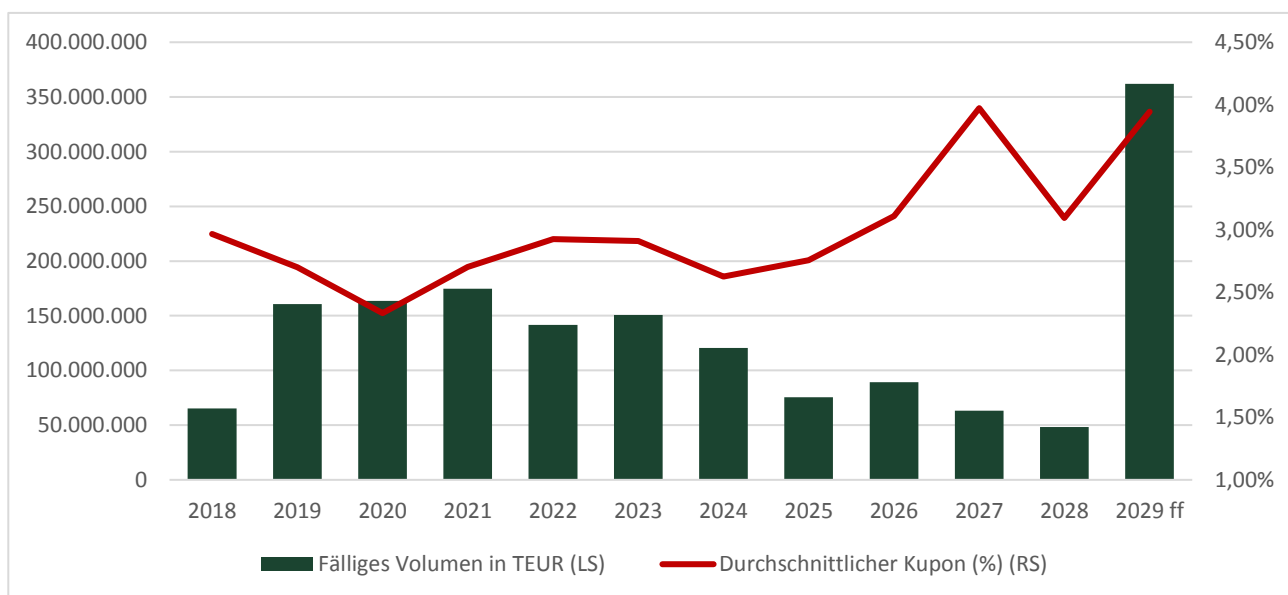


den Punkt der Zinslastquote hat sich die italienische Finanzierungssituation in den letzten Jahren folglich - trotz steigender Staatsschuldenquote - verbessert.

Allerdings könnten steigende Zinsen dieser positiven Tendenz entgegenwirken bzw. sie sogar in ihr Gegenteil verkehren. Nicht grundlos - möchte man meinen - warnen andere Marktteilnehmer vor stärker steigenden Zinsen: „Derzeit bezahlt der italienische Staat einen Durchschnittszins von etwa 2,9% auf seine ausstehenden Staatsschulden. Würde der durchschnittliche Zinssatz nur auf 3,7% steigen, müsste Italien mehr als 10% seiner Einnahmen für Zinszahlungen verwenden und hätte damit die kritische Schwelle gerissen.“⁴ Wie wahrscheinlich ein solches Szenario ist, darüber gibt der dritte und letzte Punkt Auskunft.

Fälligkeitsstruktur

Definition: „Auflistung der vorhandenen Verbindlichkeiten nach Fälligkeiten.“⁵



Am Beispiel des Jahres 2019 wird die Aussagekraft der vorstehenden Grafik deutlich:

Im Jahr 2019 werden italienische Staatsanleihen im Gesamtwert von EUR 160 Mrd. fällig. Die Zinszahlungen auf diese Anleihen belasten den italienischen Staatshaushalt jährlich mit EUR 4,3 Mrd. oder 2,7%, was gleichzeitig in etwa der aktuellen 10-Jahresrendite entspricht⁶. Vorausgesetzt, die Zinsen für italienische 10-Jahrespapiere würden über das gesamte Jahr 2019 auf dem aktuellen Niveau verbleiben, würde es folglich zu keiner Mehrbelastung des italienischen Staatshaushalts kommen - und dass, **trotz des in diesem Jahr erfolgten Zinsanstiegs**. Doch was wäre, wenn der Zins tatsächlich auf die weiter oben erwähnten 3,7% ansteigen würde?

⁴ https://www.metzler.com/de/dam/jcr:55f57503-7e3e-414d-b0b4-f2d7d1c21bfa/Marktaktuell_KW23_2017.pdf

⁵ <http://www.investresearch.net/verbindlichkeitenspiegel-faelligkeitsstruktur/>

⁶ Stand 28.06.2018 lag die Rendite von zehnjährigen italienischen Staatsanleihen bei 2,78%



Mit Hilfe der Daten aus der vorstehenden Grafik lässt sich dieser Effekt relativ gut beziffern. So würde ein kurzfristiger Zinsanstieg auf 3,7% verbunden mit der Annahme, dass dieses Zinsniveau auch bis zum Jahresende Bestand haben würde, die Zinsbelastung für den italienischen Staat um durchschnittlich 0,03% (!) erhöhen. Gleiches würde im Jahr 2019 zu einer Mehrbelastung von 0,1% führen. **Die Auswirkungen wären folglich marginal.** Anders formuliert: Es bräuchte schon mehr als eine Verdopplung der aktuellen 10-Jahresrendite, damit sich das durchschnittliche Zinsniveau dem Wert von 3,7% annähert. Dieses deutlich erhöhte Niveau dürfte zudem nicht nur für einige Wochen oder Monate Bestand haben, sondern müsste wenigstens für die Dauer von zwei Jahren erhalten bleiben. Ein solches Szenario ist sicherlich denkbar. Doch würde die Europäische Zentralbank in einem solchen Fall vermutlich dem freien Spiel der Kräfte Einhalt gebieten wollen und in den Markt eingreifen.

Fazit:

„Dieses Italien ist ein so abgedroschenes Land, daß wenn ich mich darin nicht selbst als in einem verjüngenden Spiegel sähe, so möchte ich gar nichts davon wissen.“⁷

Heute, rund 200 Jahre später, scheint die Sichtweise Goethe's in den Köpfen Mancher immer noch vorherrschend. Sicherlich: Die Situation Italiens könnte aus Investorensicht besser sein, doch so schlecht wie sie oftmals skizziert wird, ist sie nicht. Insbesondere die gängige Praxis, mit Hilfe der Staatsschuldenquote auf die Finanzierungssituation eines Landes hinzuweisen und **deren Nachhaltigkeit** mit steigendem Abstand zur Maastricht-Grenze immer stärker in Frage zu stellen, greift aus unserer Sicht zu kurz. Vielmehr braucht es dafür eine differenziertere Betrachtung, welche neben den hier kurz vorgestellten Aspekten (Zinslastquote, Fälligkeitsstruktur) auch andere Themen wie den Anteil der vom Ausland gehaltenen Staatsschulden oder die Höhe der impliziten Schulden⁸ berücksichtigt.

Wer das tut, wird feststellen, dass Italien eines der wenigen Länder ist, in dem die Nachhaltigkeitslücke - also die zu erwartenden Defizite entsprechend der heutigen Gesetzeslage zu Einnahmen und Ausgaben - negativ ist. In Italien sind also in der Zukunft Überschüsse zu erwarten, was vor allem daran liegt, dass das Land schon vor Jahren eine Reform der Alterssicherungssysteme durchgeführt hat.⁹ Anders als früher befindet sich ein Großteil der italienischen Staatsschulden zudem mittlerweile in den Händen inländischer Investoren, was gegenüber früheren Jahren eine „*dramatische Veränderung*“ darstellt.¹⁰ Rund ein weiteres Sechstel der ausstehenden Schulden wird zudem von der Europäischen Zentralbank (EZB) gehalten, die ebenfalls als krisenfester Marktakteur und zugleich Regulativ für den Fall stark steigender Zinsen gelten kann.¹¹

⁷ Quelle: Goethe, Briefe. An Carl Friedrich Zelter, 29. Mai 1817

⁸ „Der Begriff der impliziten Verschuldung bezeichnet den (verdeckten) Teil der öffentlichen Verschuldung. Die implizite Verschuldung liegt nicht in verbrieft Form vor. Zur impliziten Verschuldung zählen z.B. die Pensionsverpflichtungen. Die implizite Verschuldung wird in der amtlichen Schuldenstatistik nicht erfasst.“ (Quelle: <https://www.haushaltssteuerung.de/lexikon-verschuldung-implizite.html>)

⁹ <http://www.manager-magazin.de/politik/deutschland/staatsschulden-lasst-uns-von-italien-lernen-a-1147696-2.html>

¹⁰ Erik Nielsen, Chefökonom der italienischen Unicredit-Bank

¹¹ Quelle: Bloomberg

Der BRW-Infobrief.

03/2018



Insgesamt bleibt es deswegen aus unserer Sicht unwahrscheinlich, dass Italien seinen Gläubigern in den kommenden Jahren mehr als nur Kopfschmerzen bereiten wird. Es liegt in deren Natur, dass sie für die Betroffenen auf kurze Sicht zwar unangenehm sind, jedoch im Regelfall keine ernsthafte Gefahr für Leib und Leben darstellen. Übertragen auf die Finanzmärkte werden solche „Kopfschmerz-Phasen“ zudem oftmals von deutlichen Preisausschlägen begleitet. Insbesondere dann, wenn durch eine Art Phantomschmerz auch andere Marktteilnehmer und Anlageklassen in Mitleidenschaft gezogen werden, schlägt die Stunde der Fundamentalinvestoren. Als solche haben auch wir die Verwerfungen der letzten Wochen für selektive Zukäufe nutzen können - zum **langfristigen** Vorteil der von uns betreuten Kunden.

Herzliche Grüße



Thomas Ritterbusch



Bastian Bosse



BRW – die Vermögensarchitekten.

BRW AG & Co. Vermögensmanagement KG
 Wilhelmitorwall 31
 38118 Braunschweig

Telefon +49 531 24339 0
 Telefax +49 531 24339 40
 info@brw-ag.de
 www.brw-ag.de

p.h.G.: BRW Beteiligungs AG
 Geschäftsleiter:
 Kerstin Borchardt
 Thomas Ritterbusch

Sitz der Gesellschaft: Braunschweig
 Amtsgericht Braunschweig
 HRA 200697
 Steuer-Nr. 14/213/40027
 Ust-ID Nr. DE815039950

Diese Veröffentlichung wurde von der BRW AG & Co. Vermögensmanagement KG erstellt. Sie dient ausschließlich der Information unserer Kunden und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe von Kauf-, Verkaufs-, oder Zeichnungsaufträgen dar. Soweit nicht ausdrücklich Kauf-, Verkaufs- oder Halteempfehlungen ausgesprochen werden, stellen die hierin mitgeteilten Einschätzungen zu den Wertpapieren und sonstigen Titeln keine Anlageempfehlungen dar. Der/die Analyst/-in, der/die diesen Bericht erstellt hat/haben, bestätigt/bestätigen, dass die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen exakt die persönliche Meinung des/der Analysten/-in zu dem/den betreffenden Wertpapier/en und Emittenten widerspiegeln und dass kein Teil seiner/Ihrer Vergütung in direktem oder indirektem Zusammenhang mit bestimmten in diesem Bericht enthaltenen Empfehlungen oder Ansichten stand oder stehen wird. Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein mit der Folge, dass der Anleger möglicherweise nicht den investierten Gesamtbetrag zurückerhält. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder Ertrag einer Anlage auswirken. Bei Illiquidität des Wertpapiermarktes (bzw. einzelner Titel) kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort erwerben oder veräußern lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Die individuellen Anlageziele, die Finanzlage oder die besonderen Bedürfnisse einzelner Empfänger wurden nicht berücksichtigt. Die vergangene Entwicklung ist nicht notwendigerweise maßgeblich für die künftige Entwicklung. Die BRW AG & Co. Vermögensmanagement KG wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) beaufsichtigt. Die Vervielfältigung und Weiterverbreitung ist nicht erlaubt. Kein Teil darf (auch nicht auszugsweise) ohne unsere ausdrückliche vorherige schriftliche Genehmigung nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise.