

### „ITALIA, ITALIA, ITALIA“



**Martin Neff**  
Chefökonom Raiffeisen Schweiz

Die Squadra Azzurra wird ab dem 14. Juni die Welt nicht verzaubern können und die Tifosi keinen Anlass haben, im Chor lauthals „Italia“ zu skandieren. Trotzdem sind alle Augen zwei Wochen vor Anpfiff der Fussballweltmeisterschaft in Russland auf Italien gerichtet. Denn was sich da derzeit abspielt, toppt alles bisher Dagewesene und das will was heissen, in einem Land, das schon immer etwas anders war und nun versucht die 67. Regierung zu bilden in rund 70 Jahren. Man kann nur hoffen, dass wenigstens wieder ein Quäntchen Vernunft einkehrt. Ansonsten droht den Märkten der italienische Bär, der in Italien auch heute noch heimisch ist.

Der Bulle trampelt alles nieder, was ihm in den Weg kommt. Das umschreibt recht gut, was wir die letzten Jahre an den Börsen gesehen haben. Bullish blieben die Märkte trotz aller geopolitischen oder wirtschaftlicher Klippen, die umschiffen werden mussten. Ob Griechenlandkrise in mehreren Auflagen, das Aussitzen der Probleme und das Durchmogeln der EU, das Zeitspiel der EZB, der Ukraine Konflikt oder der Tsunami in Japan mit dem GAU in Fukushima, nichts konnte den Bullen zum Stillstand bewegen. Und auch jüngere Unsicherheiten wurden beiseite geräumt. Die Wahl Trumps zum Präsidenten der USA etwa oder das Superwahljahr 2017, das Ängste schürte, Europa könne ins populistische Lager abrutschen bzw. das Säbelrasseln Nordkoreas. Selbst die zaghafte Normalisierung der Geldpolitik in den USA hat den Aufwärtstrend der Börsen nicht gebrochen. Anfangs Jahr schien der Wind allerdings zu drehen. 2018 war bisher ohnehin schon kein gutes Jahr für die Börsianer. Die Volatilität, das Mass zur Messung der Nervosität an den Märkten, feierte im Februar ein eindrückliches Comeback. Ausgerechnet in dieser ohnehin schon fragilen Konstellation steht weiteres Ungemach ins Haus. Dass

Italien nicht Griechenland ist, müssen die Märkte nun erst mal verdauen. Und das kann durchaus länger dauern, ja uns sogar das ganze Jahr über beschäftigen.

#### Dann doch lieber Bunga Bunga

Die langwierige Regierungsbildung in Deutschland war ein No-vum für alle, welche Deutschland als Hort der Stabilität kennen. Sie hat dem Image des Landes sicherlich nicht gut getan. Die Märkte hielten aber einigermaßen still und übten sich in Geduld, im Vertrauen darauf, dass das im Notfall stets zuverlässige Deutschland deshalb nicht vom Kurs abkommen würde. Und da war ja auch noch Angela Merkel, eine langweilige, aber immerhin bekannte Adresse. Italien wäre genauso kein Thema für die Finanzmärkte geworden, zumal jeder weiss, dass dort Regierungsbildungen traditionell lange dauern. Doch dreht sich nun alles um unseren südlichen Nachbarn und das wohl berechtigt. Denn Italien hat tatsächlich das Zeug, die Eurozone aus den Angeln zu heben. Wer vor Wochen noch lachte, angesichts der völlig unrealistischen und daher nicht gross beachteten Wahlversprechen von Lega und Cinque Stelle, muss nun überrascht feststellen, dass es den Herren Luigi di Maio (Cinque Stelle) und Matteo Salvini (Lega) ernst ist. Dann - so denken mittlerweile nicht wenige in Italien - doch lieber „Il Cavaliere“ Silvio Berlusconi, der im Hintergrund auch schon eifrig an einem politischen Comeback bastelt. Berlusconi hat zwar einen höchst umstrittenen Ruf, überlebte aber selbst die sogenannte Ruby Affäre. Und er hielt wenigstens nicht, was er versprochen. Doch di Maio und Salvini bleiben ihren Versprechen treu, Steuern zu senken, Ausgaben zu erhöhen, das Grundeinkommen einzuführen und die Finger von den Renten zu lassen.

#### Emotion regiert

Dass in Italien selbst von einer „ultima ratio“ wenig zu spüren ist, unterstreicht die wahrscheinlich nur erste Fassung des Koalitionsvertrages. Darin formulierten die beiden Parteien ihre Vorstellungen, wie ein Land, das mit über 130% des BIP verschuldet ist - nur Griechenland ist da in Europa noch schlimmer dran - Geld ausgeben möchte, das es gar nicht hat. Und diese Vorstellungen sind recht einfach. Die anderen Europäer sollen das bezahlen. Die

EZB soll ganz locker die 250 Milliarden schweren italienischen Staatsanleihen, die sie via „Quantitative Easing“ erworben hat, abschreiben und schon hätte Italien wieder Luft, dachten die Koalitionäre. Inzwischen krebste Salvini zwar zurück, weil er mittlerweile wohl darüber aufgeklärt wurde, dass die nationalen Notenbanken für ihre von der EZB aufgekauften Anleihen haften. Und da die italienische Notenbank dem italienischen Staat gehört, müssten am Ende dann doch die italienischen Steuerzahler bluten. Aber die Versprechen sind deshalb nicht vom Tisch, so unrealistisch sie auch sein mögen. Die halten schliesslich im Inland wenigstens die Emotionen im positiven Bereich. Von Vernunft ist in Italien derzeit ohnehin wenig zu spüren.

### Alles oder nichts?

Es steht ausser Frage, dass die Wahlsieger liefern müssen, was sie versprochen, zumindest einen Teil davon und deshalb kaum von ihrem Kurs abzubringen sein werden. Das läuft im Grunde auf Erpressung hinaus. Denn Italien ist für die europäische Integration Fels und Meilenstein zugleich. Und Italien ist im Gegensatz zu Griechenland für die Eurozone too big to fail, zudem Gründungsmitglied der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft und blickt auf eine lange proeuropäische Tradition zurück. Die neuen Herren des Landes scheinen dies bewusst in die Waagschale zu werfen, denn dass die Rechnung ihrer Versprechungen jeden Rahmen sprengt, dürfte auch ihnen bekannt sein. Das sich mit 2.3% am BIP eben erst wieder einigermaßen im Lot befindliche Defizit des italienischen Staates würde wohl auf etwa 7% ansteigen, machte das italienische Kabinett tatsächlich ernst und würde die

Versprechen der Koalitionäre umsetzen. Das wäre dann wohl die endgültige Bestattung des Maastrichter Stabilitätspaktes, der zwar ohnehin zur Farce verkommen ist, offiziell aber noch besteht. Und was geschieht mit den italienischen Schulden in Höhe von 2.3 Billionen Euro, von denen etwa ein Drittel bei ausländischen Anlegern liegt? Und Italien kann auch nicht mal eben wie Griechenland aus dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) gerettet werden, denn das Land muss jährlich etwa 200 Milliarden Euro Schulden zurückzahlen und entsprechend viel Geld neu aufnehmen. Der ESM selber verfügt aber nur noch über Reserven von gut 400 Milliarden. Kein Wunder redet man in Brüssel derzeit nur hinter vorgehaltener Hand über Italien – das ganz im Gegensatz zum Ton, der Griechenland seinerzeit entgegenschlug. Mal sehen, was die kommenden Wochen noch so passiert. Aber das italienische Drama wird länger dauern als das griechische und auch mit wahrscheinlichen Neuwahlen nicht vom Tisch sein. Draghi hat seinem Land und der Eurozone viel Zeit gekauft. Nur die, die heute in Brüssel flüstern, könnten nun für etwas Entspannung sorgen, denn Italien dürfte kaum zur Vernunft kommen. Nur leider sind die viel zu sehr mit ihren eigenen, nationalen Sorgen beschäftigt. Der Showdown läuft. Es wird zweifellos einen heissen Sommer in Europa geben. Und, wie schon in der Vorwoche angedeutet. Wir hier in der Schweiz werden es wieder mit ausbaden müssen: Der Franken notiert wieder unter 1.15 zum Euro.

Martin Neff, Chefökonom

**Herausgeber:** Raiffeisen Schweiz, Economic Research | Stampfenbachstrasse 114 | 8006 Zürich | 044 226 74 41 | [economic-research@raiffeisen.ch](mailto:economic-research@raiffeisen.ch)  
Chefökonom Martin Neff  
**Publikation abonnieren:** Die Publikation kann unter [www.raiffeisen.ch/web/research+publikationen](http://www.raiffeisen.ch/web/research+publikationen) abonniert werden.

### WICHTIGE RECHTLICHE HINWEISE

#### KEIN ANGEBOT

Die in dieser Publikation veröffentlichten Inhalte werden ausschliesslich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie stellen also weder ein Angebot im rechtlichen Sinne noch eine Aufforderung oder Empfehlung zum Erwerb resp. Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Diese Publikation stellt kein Kotierungsinserat und keinen Emissionsprospekt gem. Art. 652a bzw. Art. 1156 OR dar. Die alleine massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu diesen Produkten sind im entsprechenden Kotierungsprospekt enthalten. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität oder Wohnsitz eines Staates, in welchem die Zulassung von den in dieser Publikation beschriebenen Produkten beschränkt ist. Diese Publikation ist weder dazu bestimmt, dem Anwender eine Anlageberatung zukommen zu lassen, noch ihn bei Investmententscheiden zu unterstützen. Investitionen in die hier beschriebenen Anlagen sollten nur getätigt werden, nachdem eine entsprechende Kundenberatung stattgefunden hat, und/oder die rechtsverbindlichen Verkaufsprospekte studiert wurden. Entscheide, welche aufgrund der vorliegenden Publikation getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Anlegers.

#### KEINE HAFTUNG

Raiffeisen Schweiz Genossenschaft unternimmt alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten zu gewährleisten. Raiffeisen Schweiz Genossenschaft übernimmt aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Publikation veröffentlichten Informationen. Raiffeisen Schweiz Genossenschaft haftet nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung dieser Publikation oder deren Inhalt verursacht werden oder mit der Verteilung dieser Publikation im Zusammenhang stehen. Insbesondere haftet sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken.

#### RICHTLINIEN ZUR SICHERSTELLUNG DER UNABHÄNGIGKEIT DER FINANZANALYSE

Diese Publikation ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVG) finden demzufolge auf diese Publikation keine Anwendung.