

## Euro auch ohne Italien?

30. Mai 2018

- Die Panik an den Finanzmärkten wegen der Ereignisse in Italien ist vor allem politisch bedingt. Ökonomisch ist sie übertrieben.
- Ein Ausscheiden Italiens aus dem Euro wäre nicht das Ende der Gemeinschaftswährung. Problematisch sind aber die Kapitalbewegungen, die dadurch ausgelöst werden.
- Der Wechselkurs der Gemeinschaftswährung würde sich nach einer vorübergehenden Schwäche eher aufwerten.

An den Finanzmärkten ist wegen der Ereignisse in Italien Panik ausgebrochen. Grund ist nicht, dass es dem Land wirtschaftlich schlecht ginge. Im Gegenteil. Die Lage hat sich in den letzten Monaten spürbar verbessert, so stark, dass manche schon auf den Durchbruch zu besseren Zeiten hofften (wie vor ein paar Jahren in Spanien). Der Auslöser für die neue Krise liegt vielmehr in der Politik. Anleger fürchten, dass die Mehrheitsparteien Lega und Cinque Stelle das Land aus dem Euro herausführen könnten und dass die Gemeinschaftswährung daran zerbrechen würde. Wie bei jeder Panik gibt es viele berechtigte Ängste, aber auch viele Übertreibungen. Vielleicht sind in dieser Situation ein paar Fakten und Argumente sine ira et studio hilfreich.

**DER EURO IN DEN KRISENJAHREN**  
Euro/USD monatlich



Quelle: Bundesbank

Grundsätzlich ist ein Austritt Roms aus dem Euro möglich, ohne dass dadurch die Gemeinschaftswährung gefährdet wird. Wir haben in den letzten Jahren immer wieder über alternative Szenarien für den Euro gesprochen. Etwa die Aufspaltung in einen Nord- und einen Süd-Euro. Warum soll man sich den Euro nicht auch ohne Italien vorstellen.

Für viele Kritiker des Euro diesseits und jenseits der Alpen wäre ein solches Szenario keine Katastrophe, sondern eher ein Grund zum Jubeln. Italien könnte abwerten und würde in seiner Wirtschaftspolitik freier. Im Euro wären die Entscheidungen mit weniger Mitgliedern einfacher. Das Gewicht der "Stabilitätsfraktion" wäre größer. Sie könnte mehr von ihren Vorstellungen durchsetzen. Die Weiterentwicklung der euro-

päischen Institutionen wäre einfacher. Das würde den Euro auf den Devisenmärkten stärken.

---

»Für viele Kritiker des Euros  
diesseits und jenseits der Alpen  
wäre ein solches Szenario keine  
Katastrophe, sondern eher  
ein Grund zum Jubeln.«

---

Allerdings: Bei einem Austritt Italiens wäre der Mythos der Unzerbrechlichkeit der Gemeinschaftswährung angeknackst. Das ist für eine Währung ein wichtiger Punkt. Wer will schon in einer Währung Geschäfte machen oder Geld anlegen, von der er nicht weiß, ob es sie in ein paar Jahren noch gibt? Der Markt könnte den Zusammenhalt der Währung testen. Einzelne Mitglieder könnten von spekulativen Kapitalbewegungen attackiert werden. Wir sehen das jetzt schon an den Wirkungen der Krise auf Spanien oder Portugal.

Das wirtschaftliche Gewicht des Euros wäre geringer. Italien ist nach Deutschland und Frankreich die drittgrößte Volkswirtschaft der Gemeinschaft. Das Bruttoinlandsprodukt des Euroraums würde um rund 15 % sinken. Das ist freilich nicht so viel, dass es die Gesamtkonstellation ändert.

Es ist auch denkbar, dass das Ausscheiden Italiens weitere Trennungen nach sich zieht. Es dürfte sich dabei aber vor allem um kleinere Länder handeln (zum Beispiel Griechenland oder Zypern). Das würde die Existenz des Euros nicht gefährden. Nur wenn sich Frankreich oder Spanien dem Beispiel Italiens anschließen würden, wäre das anders. Ich halte das aber in jedem Fall bei Frankreich für unwahrscheinlich.

International ginge die Attraktivität des Euros zurück. Nicht nur würden sich die Staaten zurückziehen, die eine enge Verbindung zu Italien haben. Es zeigte sich auch, dass der Euro eben doch etwas anderes ist als die lange gewachsenen, unzerbrechlichen nationalen Währungen. Manch eine

## Euro auch ohne Italien?

30. Mai 2018

Ländergruppe in Asien, Südamerika oder Afrika, die damit geliebäugelt hatte, auch eine Gemeinschaftswährung zu etablieren, würde noch einmal nachdenken.

Das größte Problem wäre, dass es zu einer Periode schwieriger Verhandlungen käme. Sie würden die Märkte verunsichern und die Handlungsfähigkeit der Gemeinschaft beeinträchtigen. Manch einer könnte sagen: Ein Austritt aus dem Euro kann doch gar nicht so schwierig sein. Man muss in Italien nur den Euro durch eine neue Währung ersetzen. Wer so denkt, soll sich aber dran erinnern, was für ein Kraftakt es in den 90er Jahren war, den Euro in den Zahlungssystemen der Unternehmen und Banken des Euroraums einzuführen. Ein Ausstieg wäre kaum einfacher.

Die Verhandlungen mit Großbritannien über den Brexit sind schon schwierig. Mit Italien wären sie noch ein Vielfaches komplizierter, weil dann auch die ganzen monetären Bedingungen neu geregelt werden müssen. Das würde massive Kapitalbewegungen auslösen. Davon wären auch andere Länder, nicht zuletzt natürlich die Schweiz, betroffen. So etwas ließe sich durch den ESM nicht mehr stabilisieren. Vermutlich käme man nicht darum herum, vorübergehend Kapitalverkehrskontrollen einzuführen.

Dann kommt das ganze Problem der Target-Salden. Beim Brexit muss Großbritannien eine Summe von vielleicht EUR 40 Mrd. für den Austritt zahlen. Bei Italien wäre der Betrag mehr als zehn Mal so groß. Allein die laufenden Verpflichtungen aus dem Zahlungsverkehr Italiens mit seinen Partnern belaufen sich auf EUR 450 Mrd. Das ist mehr als ein Sechstel der gesamten italienischen Staatsschulden. Wer soll das bezahlen? Rom müsste also Insolvenz anmelden. Das ist es, wovor die Märkte Angst haben. Bis dahin fließt aber noch viel Wasser den Tiber herunter.

## Für den Anleger

Bei nüchterner Überlegung ist ein Ausscheiden Italiens aus dem Euro politisch nicht schön, ökonomisch aber keine Katastrophe. Es gäbe allerdings nicht nur kurzfristig, sondern in einer langen Übergangsperiode erhebliche Kapitalbewegungen. Die damit verbundene Unsicherheit schadet allen. Leidtragender ist aber vor allem Italien selbst, weil Kapital das Land verlässt. Die Märkte der Nachbarländer dürften auf Dauer profitieren. Auf den Devisenmärkten wäre der Euro zunächst schwächer, langfristig jedoch stärker.

**Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com).  
Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com).**

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

## Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u.a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemittelung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com) erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode, Simulationen erfolgen auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlichen, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Sollten Sie nicht der für die jeweilige E-Mail bestimmte Adressat sein, informieren Sie bitte unverzüglich den Absender und löschen die E-Mail aus Ihrem System. Jede Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe wie auch das Ergreifen oder Unterlassen von Maßnahmen im Vertrauen auf erlangte Information ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen, da E-Mails abgefangen und verfälscht werden oder Viren enthalten bzw. zu spät oder unvollständig ankommen können.