



Dr. Martin W. Hüfner
Chief Economist

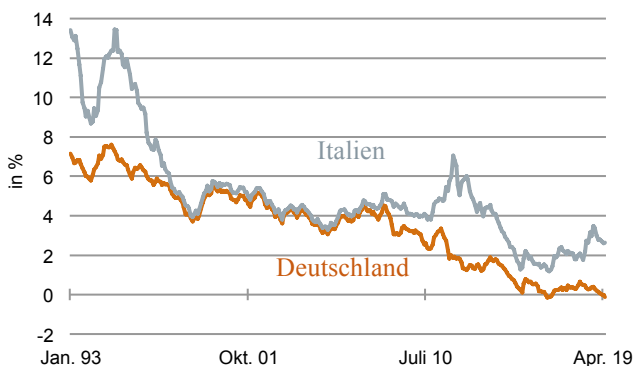
- > Die italienische Regierung prüft derzeit die Ausgabe von Mini-BOTs als Parallelwährung zum Euro.
- > Solange das Land in der EU und der Währungsunion bleibt, ist nicht zu befürchten, dass Mini-BOTs zur Gefahr für den Euro werden.
- > Für die Kapitalmärkte und die Europäische Union sind sie aber ein Ärgernis. Sie erhöhen die Kursrisiken bei italienischen Anleihen.

Vor 500 Jahren ist der Brite Sir Thomas Gresham geboren worden. Er war ein erfolgreicher Kaufmann, beriet Königin Elisabeth I. in Finanzangelegenheiten und gründete die Londoner Börse. Man kann also davon ausgehen, dass er etwas von Geld zu verstand. Heute ist er den meisten bekannt durch das nach ihm benannte Greshamsche Gesetz.

Es besagt, dass im Geschäftsverkehr schlechtes Geld gutes Geld verdrängt. Die Begründung dafür ist einfach. Eine Doppelwährung beispielsweise mit Gold- und Silbermünzen, wie es sie in jener Zeit gab, funktionierte nur, solange der Metallwert der beiden Münzen gleich war. Wenn der Silberpreis zum Beispiel sank, das Umtauschverhältnis zwischen Gold- und Silbermünzen jedoch gleichblieb, entstand ein Ungleichgewicht. Dann versuchten die Händler nur noch die – billigeren – Silbermünzen zu verwenden, weil sie damit günstiger kaufen konnten. Die – teureren – Goldmünzen wurden verdrängt. Sie wurden gehortet. Die Kaufleute hofften, dass der offizielle Wechselkurs zwischen Silber- und Goldmünzen den Materialpreisen irgendwann angepasst würde und die Besitzer von Goldmünzen dann einen Aufwertungsgewinn einstreichen könnten.

ZINS-SPREAD GEHT HOCH

Rendite 10-jährige Staatsanleihen von Italien und Deutschland



Quelle: ECB

So etwas gab es nicht nur im Mittelalter. Es ist gerade jetzt in Italien wieder aktuell geworden. Dort geht es zwar nicht um Gold- und Silbermünzen. Das römische Abgeordnetenhaus hat der Regierung aber einen Auftrag gegeben, der

auf eine Parallelwährung hinauslaufen könnte. Das Finanzministerium soll nämlich die Ausgabe neuer Schatzanweisungen prüfen. Sie sollen Mini-BOTs heißen – Mini, weil sie wie normales Geld mit einer Stückelung von bis zu EUR 500 versehen werden sollen; BOTs, weil sie dem Wesen nach Staatsschulden sind: "Buoni Ordinari del Tesoro".

»Mini-BOTs werden den Euro nicht verdrängen. Sie verschlechtern aber das Kapitalmarktumfeld.«

Ziel ist es, dass der Staat mit den Mini-BOTs seine ausstehenden Schulden gegenüber Lieferanten begleicht. Damit bringt er Geld unter die Leute und die Wirtschaft wird angekurbelt. Umgekehrt können die Empfänger mit den Mini-BOTs ihre Steuern zahlen. Es ist zu vermuten, dass die Mini-BOTs von den Unternehmen gerne genommen werden. In Italien ist die Zahlungsmoral des Staates bekanntlich nicht sehr hoch. Ehe die Unternehmen, vielfach kleine und mittlere Firmen, gar nichts bekommen oder noch ein oder zwei Jahre auf ihr Geld warten müssen, werden sie die Mini-BOTs akzeptieren. Damit können sie wenigstens ihre Steuern zahlen. Scherzbolde haben bereits Scheine mit dem Konterfei eines populären Fußballers für Mini-BOTs entworfen.

Viele fürchten nun, dass das neue – schlechtere – Geld ganz im Sinne des Greshamschen Gesetzes den Euro – als gutes Geld – verdrängen und im Falle eines Falles am Ende sogar ersetzen könnte. Aus der Luft gegriffen sind solche Ängste nicht. Man sollte sie nicht gleich vom Tisch wischen. Bloomberg sprach kürzlich vom "Monster unter dem Bett von Investoren". Insofern war die etwas kaltschnäuzige Bemerkung von EZB-Präsident Draghi nicht sehr überzeugend: "Mini-BOTs sind entweder Geld, dann sind sie verboten, oder sie sind Staatsschulden" – dann sind sie eben kein Geld. Das ist mir zu juristisch argumentiert.

Die Ängste sind aber weit übertrieben. Mini-BOTs werden den Euro nicht verdrängen. Sie verschlechtern aber das Kapitalmarktumfeld. Hier ein paar Gründe.

Euro gegen Mini-BOTs

19. Juni 2019

Zunächst ist das Volumen der Mini-BOTs relativ klein. Gedacht ist an rund EUR 50 Mrd. Das sind gerade einmal 3 % des Bruttoinlandsprodukts und ein Bruchteil des Bargeldumlaufes. Das ist ein Leichtgewicht. Damit kann man den Euro nicht aushebeln. Natürlich kann man das Volumen aufstocken, dann steigen aber auch die Schulden.

Mini-BOTs haben bei der Ausgabe vermutlich den gleichen Preis wie Euros. Am Markt würden sie aber sicher nicht in dieser Höhe gehandelt. Es gäbe vielmehr einen Abschlag zum Euro. Denn Mini-BOTs kann man nur begrenzt verwenden, nämlich nur in Italien und nur zum Steuerzahlen. Die BOTs würden den Euro also nicht verdrängen. Eher geschieht das Gegenteil: Der Euro verdrängt die BOTs. Wer Euros bekommen kann, wird dafür gerne BOTs hergeben. Das ist in der Wissenschaft als das sogenannte Anti-Greshamsche Gesetz bekannt.

Verhindern könnte die italienische Regierung das nur, wenn sie eine Annahmepflicht für BOTs zum Wechselkurs von 1:1 dekretiert. Damit würde sie den BOTs den Status einer Währung verleihen. Das sieht einfach aus. Es würde jedoch auf erbitterten Widerstand der EZB stoßen. Im Euroraum – wie in jedem anderen Währungsraum auch – gibt es nur eine Währung. Das ist der Euro. Wer daneben eine Parallelwährung schaffen will, verstößt gegen die Verträge. Das

kann letztlich nur zum Austritt Italiens führen, den aber auch das italienische Volk nicht will.

Wenn Italien BOTs als neue Staatsanleihen begibt, stellt sich die Frage, warum diese nicht in die Staatsschuld eingerechnet werden. Bisher werden nur EUR 10 Mrd. der gesamten Lieferantenschulden als Staatsschulden gezählt. Wenn man diese Grenze aufhebt und alle Mini-BOTs als Staatsschulden anerkennt, würden die ohnehin schon sehr hohen Verbindlichkeiten des Landes noch weiter steigen. Das würde sich das Standing Italiens auf den Kapitalmärkten erneut verschlechtern. Es könnte bei den Rating-Agenturen schlecht ankommen und am Ende zu noch höheren Zinsen für die Staatsanleihen führen. Derzeit zahlt Rom schon mehr als 2,5 Prozentpunkte mehr für seine Anleihen als etwa Deutschland.

Für den Anleger

In einem Nullzins-Umfeld sind italienische Staatsanleihen mit einer Rendite von derzeit 2,3 % für 10-jährige Laufzeiten keine schlechte Alternative. Mini-BOTs ändern daran nichts. Sie werden den Euro nicht verdrängen. Sie erhöhen jedoch die Kursrisiken. Vergessen Sie nicht, dass die italienischen Zinsen noch vor einem halben Jahr bei 3,5 % lagen.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com.
Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf 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, 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 Werbemitteilung 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 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 haben, 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.