



August 2019



Megatrend Niedrigzins und Verschuldung

Mini-BOTs – Maximales Drohpotenzial oder Rohrkrepierer?

Kurz & klar

- Mini-BOTs sollen nach ihrer Ursprungsidee ein alternatives Zahlungssystem sein, ohne eine Parallelwährung zu schaffen.
- Abhängig von der Berechnung Eurostats, dem Durchdringungsgrad der italienischen Wirtschaft und dem Wertabschlag von Mini-BOTs gegenüber Euro könnte die Einführung zu einem substanziellen Anstieg der italienischen Schuldenquote führen.
- Die Rating-Agenturen fokussieren bislang auf das Risiko der Verwendung von Mini-BOTs als Parallelwährung und damit auf das steigende Risiko eines Austritts Italiens aus der Währungsunion.
- Mit dem Sicherheitsnetz einer dovish ausgerichteten EZB und einer, vor dem Hintergrund steigender Fliehkräfte innerhalb der EU, gestiegenen Kompromissbereitschaft auf EU-Ebene bleibt für Investoren das wahrgenommene Risiko eines Italien-Austritts gering und die BTP-Nachfrage sollte vorerst andauern.

Italien wird seit Ausbruch der Staatsschuldenkrise als der Elefant im (Euro-)Raum gesehen. Das wiederholte Zücken der Mini-BOT-Karte durch die aktuelle Regierung zeigt nicht nur, dass die italienische Selbstwahrnehmung hiervon keineswegs abweicht, sondern vielmehr auch, dass dieses Risiko bewusst als Instrument der latenten Drohung verwendet wird. Auch wenn sich die Wogen mit der Vertagung eines EU-Verfahrens wegen exzessiver Defizit-Verletzung nun wieder etwas geglättet haben, deuten Konzeption der Mini-BOTs und ihr wiederholtes Ins-Spiel-Bringen an, dass sie längst Teil des gedanklichen Instrumentenkastens der aktuellen Regierung geworden sind. Sollte es im Herbst zu vorgezogenen Neuwahlen in Italien kommen, wird das Thema sicherlich wieder an Relevanz gewinnen. Im Folgenden sollen daher Funktions- und Wirkungsweise im Wirtschaftskreislauf sowie Rating- und Marktimplikationen beleuchtet werden.

Konzept und Ursprung

- ▶ EU-Forderungen zweifelhaft interpretiert

„BOT“ ist die an Finanzmärkten bekannte Abkürzung für Buoni ordinari del Tesoro, also Schatzanweisungen des italienischen Staats. Neu ist der Zusatz „Mini“, der auf die extrem kleinteilig geplante Stückelung von 1 bis 500 (Euro) verweist. Ohne Endfälligkeit und Zinsertrag besitzt das Instrument damit Quasi-Geld Charakter. Tatsächlich sprechen Claudio Borghi (Architekt des Mini-BOT Konzepts sowie Vorsitzender des Finanzausschusses in der italienischen Abgeordnetenversammlung und Wirtschaftssprecher der Lega) und Innenminister Salvini in einer Präsentation des Konzepts von der Schaffung eines „*alternativen Zahlungssystems*“, das ausschließlich der Kontrolle des heimischen Staats unterläge. Dennoch handele es sich dabei aber *nicht* um eine *Parallelwährung* sondern um öffentliche Schuldtitel. Anders als bei einer Währung ist bei öffentlichen Schuldtiteln niemand außer dem Staat selbst verpflichtet, diese als Zahlungsmittel zu akzeptieren. Doch auch gegen den Staat bestünde nach dem Konzept Borghis zunächst kein Anspruch auf einen Umtausch der Mini-BOTs in Euro. Vielmehr wäre 1 Mini-BOT ein Anspruch auf einen Steuer-nachlass in Höhe von 1 Euro.

- ▶ Mini-BOT Idee schon vor einigen Jahren ausgearbeitet

Mini-BOTs wären damit weniger fungibel als Euros. Dieser Fakt beeinflusst unmittelbar Verbreitung und Akzeptanz von Mini-BOTs, wie wir an späterer Stelle zeigen werden. Erstmals offiziell präsentiert wurde das Konzept am 31. Januar 2017 auf der Konferenz "Beyond the Euro"(!). Ein Jahr später, im Sommer 2018, halten die Mini-BOTs dann Einzug in den Koalitionsvertrag der Populisten-Regierung von Lega und M5S. Sie werden als mögliche Lösung für das Problem der offenen Verbindlichkeiten der öffentlichen Verwaltung bei national vergebenen Aufträgen gesehen. Wiederum ein Jahr später, am 28. Mai 2019, verabschiedet das Unterhaus des italienischen Parlaments einen unverbindlichen Regierungsantrag, in dem empfohlen wird, die offenen Lieferantenrechnungen durch Mini-BOTs zu begleichen. Die Empfehlung folgte auf die wiederholte Forderung der EU an den

italienischen Staat, nicht nur seine Verschuldung zu reduzieren sondern auch die offenen Rechnungen (nicht Bestandteil der EU-Verschuldungsdefinition des öffentlichen Sektors) zu begleichen.

► Ursprungskonzept „IOU“

Entwickelt wurde das Konzept jedoch schon früher und außerhalb Italiens und firmiert unter der gängigeren Bezeichnung „IOU“ (I owe you). Anwendung fand es wiederholt in Staaten, die sich in Zahlungsschwierigkeiten befanden. Prominente Beispiele sind Argentinien und Kalifornien (siehe Textbox). Auch Griechenland spielte 2015 unter dem damaligen Finanzminister Varoufakis mit dem Gedanken einer Einführung von IOUs.

Präzedenzfälle

- **Argentinien (2001/02)**

Während der argentinischen Wirtschaftskrise um die Jahrtausendwende vermochte es die Regierung im Sommer 2001 aufgrund fataler Haushaltsengpässe und wegen eines knappen, überbewerteten Peso – der damals noch in einer 1:1-Parität an den USD gekoppelt war – nicht mehr, ihre Ausgaben zu finanzieren. Mehrere Provinzregierungen stellten daraufhin (teilweise verzinsten) IOUs in kleiner Stückelung aus, mit denen ein Großteil der Beamten bezahlt sowie offene Lieferantenrechnungen gedeckt wurden. Die IOUs wurden in der Folge als Regionalwährung verwendet und fügten der argentinischen Volkswirtschaft kurzfristige Liquidität hinzu. An ihrem Höhepunkt machten sie mindestens 15% des im Umlauf befindlichen Geldes aus und wurden sogar in einer 1:1-Relation (!) gegenüber dem Peso gehandelt. Grund für die Abwesenheit eines Diskontfaktors war unter anderem die extreme Verknappung des Peso zum Krisenhöhepunkt, welche durch die Einführung von wöchentlichen Ausgabe-Limiten für Privatkonten noch verstärkt wurde und eine Überschussnachfrage nach liquiden Zahlungsmitteln nach sich zog. Nach einem schweren Zahlungsausfall der Zentralregierung Ende 2001 konnte sie dem anhaltenden Druck nicht mehr standhalten und hob die Peso-USD-Parität auf. In der Folge stürzte der Wert des Pesos ab. Die Halter der IOUs wurden Jahre später in einem 1:1-Verhältnis mit Pesos ausbezahlt.

- **Kalifornien (2009)**

Im Zuge der kalifornischen Finanz- und Haushaltskrise vor zehn Jahren hatte die Staatsregierung verzinsten IOUs („Registered Warrants“) ausgegeben, um ihre kurzfristigen Verbindlichkeiten zu tilgen – darunter Sozialhilfeleistungen und offene Lieferantenrechnungen. Citigroup, die Bank of America, Wells Fargo und weitere amerikanische Großbanken kündigten daraufhin wenige Tage später an, keine IOUs anzunehmen. Die Wertabschläge der IOUs zum Dollar waren deutlich, auch aufgrund ihrer geringen Verbreitung und schlechten Handelbarkeit. Im Anschluss stufte die Rating-Agentur Fitch kalifornische Anleihen auf BBB von zuvor A– herab. Rund zwei Monate nach ihrer Einführung kaufte die Regierung die ausgegebenen IOUs im Wert von etwa 2 Mrd. USD zu deren Nennwert (inkl. Zinsen) wieder zurück.

Mini-BOTs – aus Sicht der Regierung

► Staat: Schulden machen ohne Schulden zu machen

Ausgehend von der von italienischer Regierungsseite angedachten Verwendung der Mini-BOTs – Saldierung von „Lieferantenschulden“ und Steuerforderungen mit dem neuen Instrument –, stellt sich die Frage, wie sich das neue Finanzinstrument tatsächlich in den Wirtschafts- und Finanzkreislauf Italiens einfügen würde? Der italienische Staat möchte zunächst seine ausstehenden Lieferantenschulden in Mini-BOTs bezahlen. Hiermit trägt er auch den Forderungen der EU-Kommission Rechnung (siehe oben). Die damit bezahlten Lieferanten könnten die Mini-BOTs ihrerseits dann zur Zahlung ihrer Steuern an den Staat

verwenden. Angenommen, der Kreislauf endet nach diesem einmaligen Umlauf und der Staat gibt die erhaltenen Mini-BOTs nicht wieder für die Begleichung neuer Rechnungen aus, würden dem Staat so viele Steuerzahlungen in Euro entgehen, wie zuvor Mini-BOTs ausgezahlt wurden. Falls diese Steuerzahlungen in Euro in der Haushaltsplanung bereits enthalten waren müsste der entsprechende Fehlbetrag zusätzlich in Euro auf dem Kapitalmarkt aufgenommen werden, wodurch sich die offiziell erfassten Staatsschulden um die Höhe der aktuell ausstehenden Lieferantenrechnungen erhöhen würden (siehe Abbildung unten links). Bislang sind die ausstehenden Zahlungen an Lieferanten und Dienstleister (ca. 50 Mrd. Euro bzw. ca. 3% gemessen am BIP) nur zu einem sehr geringen Anteil (ca. 10 Mrd. Euro) in der Schuldenquote enthalten. Durch die Bezahlung in Mini-BOTs und (spätestens durch) die dadurch entstehende Finanzierungslücke in Euro würden diese ausstehenden Zahlungen Teil der offiziellen Schulden, und damit die bereits sehr hohe Schuldenquote von 134% (Stand Q1 2019) gemessen am BIP weiter anheben.

► Durchdringung der
Wirtschaft und
Preisaufschlag

Etwas anders sieht es aus, wenn die an den Staat zurückgeflossenen Mini-BOTs zum Begleichen neuer ausstehender Forderungen verwendet werden und der Kreislauf weitergeht oder gar ausgebaut würde. Zunächst könnten in diesem Szenario die 50 Mrd. Steuereinnahmen in Mini-BOTs wiederum genutzt werden, um Güter und Dienstleistungen zu kaufen (in Mini-BOTs bezahlt). Im (unwahrscheinlichen) Fall, dass Mini-BOTs von Eurostat nicht als Schulden definiert würden, entstünde kein Schuldenauftrieb wie zuvor beschrieben, da die eingenommenen Mini-BOTs zur Deckung der geplanten Ausgaben verwendet werden könnten. In einer Ausbaustufe könnte der Staat zudem über die 50 Mrd. Euro (bzw. Mini-BOTs) hinaus Löhne und Gehälter seiner Angestellten in Mini-BOTs auszahlen und künftige (zusätzliche) Zahlungen an den privaten Sektor (bspw. für Infrastrukturprojekte) mit den neuen Schuldverschreibungen tätigen. Damit würde die Durchdringung der Wirtschaft mit Mini-BOTs zumindest theoretisch, bei angenommener vollständiger Akzeptanz, deutlich schneller vorstangehen (siehe Abbildung unten rechts).

Da der Staat aber keine eins zu eins Umtauschgarantie in Euro anbieten wird – um das Risiko zu vermeiden, dass alle Mini-BOTs sofort wieder umgetauscht würden – ist damit zu rechnen, dass die privaten Akteure bei einer Bezahlung in Mini-BOTs einen Preisaufschlag gegenüber Euro verlangen werden. Natürlich hängt es von der Verhandlungsposition der Unternehmen gegenüber dem Staat ab, ob dieser Wertabschlag gegenüber dem Staat durchzusetzen ist. Die Zahlungsverpflichtungen der Unternehmen in Euro (Löhne, Vorleistungen) dürften aber dafür sorgen, dass Unternehmen eine Bezahlung in Mini-BOTs nur sehr unwillig akzeptieren würden. Auch müssten Unternehmen mit ausstehenden Forderungen gegen den Staat abwägen, ob sie auf ihre Zahlung in Euro noch lange warten wollen bzw. können oder stattdessen lieber eine Zahlung in Mini-BOTs akzeptieren. Der relevante Wertanker für einen Mini-BOT ist daher der Wert eines Euro in der Zukunft (diskontiert). Hieraus leitet sich ein Wertabschlag eines Mini-BOT gegenüber einem Euro ab, der auf der Zeitpräferenz der Wirtschaftsakteure beruht. Somit müsste der Staat wohl für ein Projekt eine höhere Zahlung in Mini-BOTs tätigen als wenn er die Rechnung in Euro begleichen würde (analog: Die Gehaltsforderungen der Beschäftigten in Mini-BOTs würden höher ausfallen als in Euro).

► Auswirkungen auf
den Schuldenstand

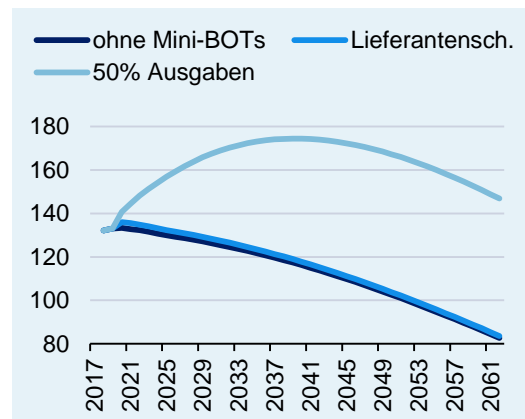
Die Auswirkungen auf den Schuldenstand des Staates sind auch abhängig davon, in welcher Höhe die Mini-BOTs als Schulden in Euro definiert werden. Sofern auf den Mini-BOTs, wie von Claudio Borghi illustriert, der Nennwert in Euro abgebildet wäre, würde Eurostat wohl zu der Einschätzung kommen müssen, dass 1 Mini-BOT die Schulden Italiens um 1 Euro erhöht. In diesem Fall würde die Schuldenquote zunächst in exakt der Menge an Mini-BOTs steigen, die zur Begleichung der offenen Lieferantenrechnungen aufgewendet werden. Bei weiterer Verwendung von Mini-BOTs für künftige Zahlungen des Staates dürfte die Schuldenquote aber weiter ansteigen. Hierbei würden zunächst zwar nur Euro-

Schulden in Mini-BOT Schulden ersetzt. Da aufgrund geringerer Akzeptanz aber für dieselben Leistungen mehr Mini-BOTs als Euro ausgegeben werden müssten, würden die Schulden aber doch steigen (prozentual um den Wertabschlag von Mini-BOTs zu Euro multipliziert mit dem Bestand an Mini-BOTs). Die folgende Abbildung verdeutlicht, dass bereits die Annahme, der Staat würde, zusätzlich zu den ursprünglichen ausstehenden Lieferantenrechnungen von 50 Mrd. Euro, jedes Jahr etwa die Hälfte seiner Ausgaben in Mini-BOTs tätigen und diese müssten einen Wertabschlag von 20% zum Euro hinnehmen, dazu führen würde, dass die italienische Schuldenquote substantiell ansteigt. Euro-Schulden würden somit sukzessive durch Mini-BOT-Schulden ersetzt, wobei diese um den Faktor des Wertabschlages höher ausfallen würden.

Besitzt ein Mini-BOT, entgegen den Plänen Borghis, keinen Nennwert in Euro, ist also eine fiktive Einheit für sich, die der Staat bei der Steuerzahlung eins zu eins als Euro anrechnet, kommt es darauf an, ob sich ein offizieller Wechselkurs der Mini-BOTs zum Euro ergibt und ob Eurostat diesen dann zur Anwendung bringt. Bestenfalls, falls ein Wechselkurs zur Anwendung kommt und dieser exakt den Ausgabeaufschlag des Staates bei Zahlungen in Mini-BOTs abbildet, bliebe so der Schuldenstand Italiens, abgesehen von den dann auch offiziell berücksichtigten aktuell offenen Lieferantenrechnungen, von der Einführung von Mini-BOTs nahezu unberührt.

Schuldenquote durch Einbezug von Lieferanten-schulden kaum beeinträchtigt

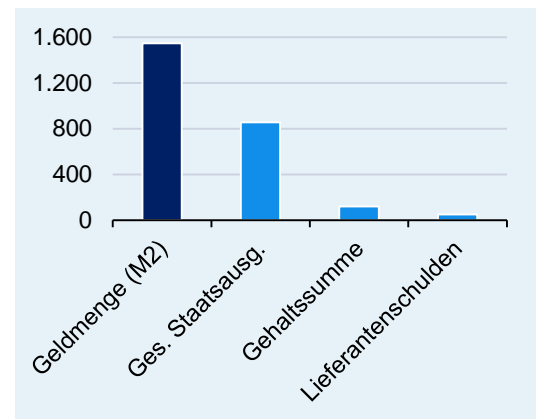
Bruttoschulden/BIP in %, Annahmen zu BIP, Deflator, Primärhaushalt u. Durchschnittszins. Mit und ohne 50 Mrd. Aufnahme zusätzlicher Mittel auf dem Kapitalmarkt in 2020 und unter der Annahme der Umstellung 50% aller staatl. Ausgaben auf Mini-BOTs mit einem Wertabschlag von 20%.



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Durchdringung der Wirtschaft dauert

Geldmenge (M2), Gesamte Staatsausgaben und Gehaltssumme des öffentlichen Sektors in Italien, 2017 in Mrd. Euro sowie ausstehende Lieferantenschulden in Mrd. Euro



Quelle: EZB, Eurostat, BayernLB Research

Mini-BOTs – aus Sicht der italienischen Unternehmen

- ▶ Unternehmen: Keine Begeisterungstürme zu erwarten

Aus Sicht der italienischen Unternehmen stellt sich die Situation anders dar. Unternehmen, bei denen der Staat aktuell ausstehende Lieferantenschulden hat, würden zunächst in Mini-BOTs bezahlt. Solange die Höhe ihrer voraussichtlichen Steuerzahlungen an den Staat größer ist als der Betrag in Mini-BOTs, wäre deren Akzeptanz wohl grundsätzlich gegeben. Da allerdings die Unternehmen mit Mini-BOTs zunächst nichts anderes tun könnten, als Steuern zu zahlen, wären die Mittel für sie zunächst für eine Weile (bis zur Steuerzahlung) wertlos. Allein aufgrund der geringeren Verwendbarkeit (Liquidität) der Mini-BOTs im Vergleich zum Euro scheint daher eine 1:1 Parität unrealistisch. Daher wäre die Präferenz für Euro zweifelsohne weiterhin vorhanden und der Anreiz gegeben, die Mini-BOTs umzutauschen. Wir rufen uns in Erinnerung, dass keine Annahmeverpflichtung für Mini-BOTs bei Zahlungen im privaten Sektor besteht, solange Mini-BOTs kein offizielles Zah-

lungsmittel sind. Besonders schwierig wird es dann, wenn die Summe der Zahlungen in Mini-BOTs die voraussichtliche Steuerschuld des Unternehmens überschreitet. Allein das sollte für einen Wertabschlag sorgen, da die Mini-BOTs dann entweder für künftige Steuerzahlungen zurückgelegt werden müssten (und damit diskontiert werden müssten) oder mit anderen Wirtschaftsakteuren, die noch offene Steuerzahlungen haben, in Euro getauscht werden müssten (oder hierfür Waren und Dienstleistungen von den Unternehmen erworben werden). Gesamtwirtschaftlich verstärkt sich dieses „Matching“-Problem sprunghaft sobald die Summe an Mini-BOTs insgesamt die Summe der Steuerzahlungen übersteigt, denn dann können selbst bei perfektem Matching nicht mehr alle Mini-BOTs unmittelbar zur Zahlung der Steuern eines Jahres verwendet werden. Je mehr Zahlungen in der Volkswirtschaft auch in Mini-BOTs getätigt werden können (steigende Liquidität), desto höher würden die Unternehmen die Mini-BOTs bewerten bzw. einen entsprechend geringeren Wertabschlag zum Euro akzeptieren. Auf null dürfte der Abschlag aber nie sinken, da Unternehmen beispielsweise keine Aussicht darauf hätten, Zahlungen ins Ausland (bspw. an internationale Zulieferer) in Mini-BOTs zu begleichen.

Mini-BOTs – aus Sicht der italienischen Haushalte

- ▶ Haushalte: Nutzen zunächst begrenzt

Die italienischen Haushalte hätten im Szenario, dass nur die aktuell ausstehenden Lieferantenrechnungen des Staates in Mini-BOTs beglichen werden, zunächst nur eine untergeordnete Rolle, wären aber bei weiterer Verbreitung von Mini-BOTs ähnlich wie die Unternehmen einzuordnen. Sie dürften eine Zahlung ihrer Löhne und Gehälter in Mini-BOTs ebenfalls nur mit einem Wertabschlag der Mini-BOTs zum Euro akzeptieren (die gezahlte Summe in Mini-BOTs würde höher ausfallen als in Euro). Abfedernd könnte wirken, falls auch alle staatlichen Unternehmen Zahlungen in Mini-BOTs akzeptieren (beispielsweise die staatliche Tankstellenkette ENI). Die Verwendbarkeit von Mini-BOTs im Alltag würde hierdurch deutlich erhöht.

Mini-BOTs – aus Sicht der italienischen Banken

- ▶ Banken: Es kommt auf die richtigen Anreize an

Die Geschäftsbanken hätten wohl zunächst kein Interesse, Mini-BOTs als paralleles Zahlungsmittel zu behandeln, da diese nicht für internationale Zwecke und auch nur begrenzt für nationale Zahlungen verwendet werden können. Entsprechend wären Mini-BOTs für Banken zunächst ein normales Wertpapier, welches Unternehmen und Privatkunden in ihren Bankdepots verwahren könnten. Dies würde sich ändern, sobald der italienische Staat den Banken eine weitere Verwendungsmöglichkeit eröffnet, beispielsweise mit Mini-BOTs auf Euro lautende italienische Schuldentitel zu erwerben. Hieran hätte der Staat ein grundsätzliches Interesse. Der Anreiz für die Banken wäre an dieser Stelle am größten, wenn der Staat hierbei – wie auch bei der Steuerzahlung - einen Mini-BOT für einen Euro akzeptiert, die Banken diese Mini-BOTs aber mit einem Wertabschlag zum Euro vom Privatsektor erwerben können. Was zunächst für den Staat wie eine nachteilige Übereinkunft klingt (denn wir erwarten ja bei der Bezahlung der staatlichen Ausgaben mit Mini-BOTs einen mengenmäßigen Aufschlag bzw. Wertabschlag zum Euro), könnte durchaus auch für die Regierung seinen Reiz haben. Denn dadurch, dass Banken Mini-BOTs aus dem Privatsektor annehmen und gegen Euro tauschen, entstünde ein offizieller Kurs zum Euro, der wiederum von Eurostat genutzt werden könnte, um die Mini-BOT Schulden Italiens mit dem Wechselkurs einzuwerten (wenn die Mini-BOTs keinen Nennwert in Euro ausweisen; s.o.). Gemessen in Euro würden die Staatsschulden, die zunächst durch den mengenmäßigen Aufschlag zum Euro bei Ausgabe gestiegen sind, dann wieder auf das ursprüngliche Maß (in Euro) zurückschrumpfen. Da das Konzept von Borghi aber einen Aufdruck des Nennwertes in Euro auf den Mini-BOTs vorsieht, gehen wir davon aus, dass dieser Fall unwahrscheinlich ist.

Wie realistisch ist die Einführung von Mini-BOTs?

- ▶ Reaktion der europäischen Institutionen entscheidend

Die Einschätzung der Wahrscheinlichkeit, mit der Mini-BOTs tatsächlich eingeführt werden könnten, hängt nicht nur am Wunsch und an den fiskalischen Dringlichkeiten Italiens, sondern vor allem auch an der europäischen Rechtsprechung und dem politischen Kalkül der europäischen Institutionen. Damit einher gehen unterschiedliche Effekte auf den Schuldenstand Italiens, die wiederum über Marktreaktionen die Handlungen Italiens beeinflussen dürften.
- ▶ Währung oder Schulden?

Eine tatsächliche Einführung von Mini-BOTs als Parallelwährung erscheint aus rechtlicher Perspektive kaum möglich. Artikel 3(1)c des AEU-Vertrags gibt der EU die ausnahmslose Kompetenz über die Geldpolitik der Euro-Mitgliedstaaten und Artikel 128.1 des AEU-Vertrags stützt die EZB als die alleinige Institution mit der Lizenz aus, Banknoten für den Euroraum zu drucken. Beide Richtlinien wären mit der Einführung von Mini-BOTs als offiziellem Zahlungsmittel wohl verletzt und würden dieses Instrument somit illegal machen. Die italienische Regierung wäre daher gezwungen, die Ausgabe der IOUs als fiskalpolitische Maßnahme zu definieren, was im Autoritätsbereich der Nationalstaaten liegt. Allerdings würde der EuGH aller Voraussicht nach in diesem Fall Mini-BOTs als Schuldentitel und damit Teil der Staatsverschuldung deklarieren. Auf ein solches Urteil müssten sich dann auch Eurostat und damit die Europäische Kommission stützen, wenn es darum geht, die Staatsverschuldung bzw. das Defizit Italiens zu berechnen. Auch aus politischem Kalkül auf Seiten Europas dürfte restriktiv vorgegangen werden, wird man doch auch auf jeden Fall vermeiden wollen, einen Anreiz für andere Mitgliedsländer zu schaffen, ebenfalls kreativ den Schuldenstand zu reduzieren bzw. das Währungssystem zu untergraben. Entsprechend fällt auch die Einschätzung der EZB zu dem Thema aus. Mario Draghi sagte auf der EZB-Pressekonferenz vom Juni, Mini-BOTs wären entweder als Geld einzustufen und damit illegal oder aber als Schulden, womit sie die Schuldenquote Italiens unmittelbar erhöhen würden. Eine dritte Möglichkeit sieht Draghi, wie auch wir, nicht.
- ▶ Drohpotenzial gegenüber Brüssel würde erhöht – aber möglicherweise zu hohen Kosten

Allerdings kann selbst eine restriktive europäische Rechtsprechung das mit der Einführung von Mini-BOTs einhergehende politische Risiko lediglich reduzieren, nicht aber völlig ausschalten. Denn auch wenn Mini-BOTs aufgrund der Einschätzung von EuGH und Eurostat als Schulden behandelt würden, könnten sie *de facto* die Funktion einer Parallelwährung einnehmen – und zwar umso mehr, je weiter ihre Verbreitung fortgeschritten wäre. Mit dieser Perspektive könnte Italien sein Drohpotenzial gegenüber der EU in Verhandlungen deutlich vergrößern, wäre doch für den theoretischen Austrittsfall das Land bereits mit einem Währungsersatz ausgestattet. Allerdings erscheint es uns wahrscheinlich, dass Eurostat bei der Schuldenberechnung einen Mini-BOT für einen Euro rechnen wird. Insofern führt eine stärkere Verbreitung (durch eine höhere Summe an Zahlungen die vom Staat in Mini-BOTs geleistet werden) voraussichtlich zu einem signifikant steigenden Schuldenstand im Umfang des Wertabschlags, der für Mini-BOTs zum Euro gelten würde. Daher kann zwar eine stärkere Durchdringung der Wirtschaft mit Mini-BOTs vom Staat erreicht werden, allerdings zu dem Preis deutlich steigender (in Euro denominierten) Schulden.
- ▶ Dynamische Änderung des Wertabschlags zu erwarten

Ein weiterer Aspekt muss ebenfalls berücksichtigt werden. Die bisher angestellten Betrachtungen sind von einem paritätischen Verhältnis Mini-BOT zu Euro ausgegangen oder aber haben einen fixen Wechselkursabschlag unterstellt. In der Realität hingegen wird sich der Wechselkurs dynamisch ändern. Tendenziell ist dabei davon auszugehen, dass ab einem gewissen Mini-BOT Emissionsvolumen der Wertabschlag zunimmt. Da die Regierung lediglich einen 1:1 Umtausch von Mini-BOT zu Steuerschuld garantiert, verliert die Garantie mit tendenziell die Steuerschuld übersteigendem Mini-BOT Volumen an Wert, was sich in einer entsprechenden Abwertung bemerkbar machen wird. Zur Orientierung: 2017 betragen die Steuereinnahmen Italiens rund 502 Mrd. Euro.

- ▶ Wechselkurs als Regulativ der Austrittswahrscheinlichkeit

Hinzu kommt, dass mit steigender Durchdringung der Wirtschaft mit Mini-BOTs aus Bevölkerungssicht die Austrittswahrscheinlichkeit Italiens aus dem Euro-Raum zunimmt. Aktuellen Umfragen zufolge lehnt die Mehrheit der Bevölkerung einen Austritt jedoch ab. Angesichts eines steigenden Austrittsrisikos sollte der Wert eines Mini-BOT ab einem kritischen Durchdringungswert der Wirtschaft daher sprunghaft fallen. Paradoxe Weise ist es damit genau dieser zu erwartende sprunghafte Verfall des Mini-BOT Werts, der eine möglicherweise von Regierungsseite verfolgte rasche Vermehrung der Mini-BOTs verhindern wird.

- ▶ Wenn, dann auch bald?

Bezüglich der möglichen Zeitfenster für eine Einführung von Mini-BOTs scheint es zunächst widersprüchlich, Mini-BOTs zur Finanzierung des Staates einzuführen, solange kurzfristige Anleihen unter Null rentieren. Denn wenn beide Instrumente gleichermaßen als Schulden gezählt werden, wäre es für den Staat deutlich günstiger, sich über kurzfristige Anleihen zu finanzieren. Dennoch könnte eine Einführung des neuen Instruments selbst in diesem Fall sinnvoll sein. Die italienische Regierung gewönne Handlungsspielraum für potenziell Euro-kritische Politikmaßnahmen, die die Rendite italienischer Anleihen aufwärts katapultieren würden. Vor diesem Hintergrund wäre eine schon in der kürzeren Frist erfolgende Einführung von Mini-BOTs anreizkompatibel für den italienischen Staat.

Rating- und Marktimplikationen

- ▶ Wie glaubhaft ist eine Austrittsdrohung?

Abgesehen von Auslegung und Anerkennung des legalen Rahmenwerks wird sich Italien auch den Einschätzungen von Rating-Agenturen und Märkten stellen müssen. Erste Stellungnahmen sprechen eine deutliche Sprache. Moody's zufolge "würde die Ausgabe von Mini-Bots als erster Schritt zur Schaffung einer Parallelwährung und als vorbereitende Maßnahme für den Austritt Italiens aus der Eurozone angesehen" werden, mit negativen Implikationen für die Bewertung der Bonität (Die nächste mögliche Bonitäts-Überprüfung ist am 6. September vorgesehen). Für die Rating-Agentur Fitch hätte eine „breite“ Nutzung von Mini-BOTs für Zahlungszwecke unmittelbar negative Auswirkungen auf das Rating. Beide Agenturen stellen also das Risiko der Verwendung von Mini-BOTs als Parallelwährung in das Zentrum ihrer Überlegungen und damit die zunehmende Wahrscheinlichkeit von unerwünschten politischen Entwicklungen, sprich eine Herauslösung aus dem Währungsverbund. Von S&P liegt bislang noch keine Stellungnahme vor.

- ▶ Verlustrisiko pro Anleihe steigt

Marktseitig dürften bei der Einführung von Mini-BOTs zwei Aspekte zum Tragen kommen. Zum einen wird sich Italiens Schuldenstand durch verringerte Steuereinnahmen und über den Bewertungsabschlag bei Zahlungen von Mini-BOTs zu Euro erhöhen. Bei lediglich im Umfang der aktuell ausstehenden Lieferantenrechnungen emittierten Mini-BOTs (ca. 50 Mrd. Euro) beliefen sich die Steuermindereinnahmen auf eben diese 50 Mrd. Euro, sofern keine weiteren Ausgaben in Mini-BOTs getätigt werden. Für Italiens Schuldenquote bedeutet dies einen Anstieg um immerhin rund 2 Prozentpunkte. Wichtiger für die Marktwahrnehmung wird aber die Perspektive sein, dass, einmal eingeführt, der Einsatz des Instruments im Zeitablauf ausgeweitet werden dürfte. Bei unverändertem Staatsanleiheangebot wächst damit das Verlustrisiko pro Anleihe im Fall eines potenziellen Schuldenschnitts. Die größte Bedeutung hat aber wohl die Tatsache, dass mit Einführung des neuen Instruments potenziell die Tür für eine Parallelwährung geöffnet würde. Investoren werden sich gut erinnern, dass die Noch-Regierungsparteien mit einem Euro-kritischen Programm in ihren Wahlkampf gestartet waren und erst später, auf Druck von außen, versicherten, im Währungs-Raum bleiben zu wollen. Auch Claudio Borghi, der Architekt der Mini-BOTs, ist bekannt für seine langjährige anti-Euro Haltung. Trotz bei diesem Thema derzeitiger verbaler Zurückhaltung könnte die Euro-kritische Grundhaltung daher als in den „Genen“ der populistischen Parteien verankert gesehen werden.

- ▶ Marktwahrnehmung der Austrittswahrscheinlichkeit hängt von konjunkturellem und politischem Umfeld ab

Unsicher ist hingegen, ab wann marktseitig das Szenario eines Austritts Italiens aus dem Euro als realistisch erachtet wird. Dies muss nicht notwendigerweise zeitgleich mit der Einführung des neuen Instruments erfolgen. Entscheidend wird das Umfeld sein, in dem dies geschieht und die begleitende Kommunikation. Bei anfänglicher Versicherung, das Volumen auf den Umfang der Lieferantenschulden beschränken zu wollen, und gleichzeitig weitgehender Einhaltung der EU-Defizitvorgaben könnten in einem Umfeld deutlich negativer Renditen auch im Semi-Kern Bereich Investoren dennoch bereit sein, positiv rentierende BTPs zu halten, wenn auch mit einem Abschlag. Dies wäre umso mehr der Fall, je stärker die konjunkturellen Abwärtsrisiken des Euro-Raums zunehmen. Denn in dieser Situation werden sich EZB und Kommission kein zusätzliches Risiko in Form einer harten Auseinandersetzung mit Italien aufbürden wollen. Sprich: Es kann von anhaltender Unterstützung Italiens insbesondere seitens der EZB ausgegangen werden. Zudem ist die Wahrscheinlichkeit eines Italexits im Umfeld eines globalen konjunkturellen Abschwungs wohl niedriger als in einer Erholungsphase. Voraussetzung für diese Einschätzung ist aber, dass Italiens Bonität trotz zu erwartender Herabstufung noch im Investment-Grade Bereich verbleibt. Denn bei ihren ersten Stellungnahmen zum Thema Mini-BOTs haben Fitch und Moody's sich noch nicht geäußert, wie stark die Bonität hierdurch geschwächt würde.

Fazit

- ▶ Regierung gewönne an Drohpotenzial

Welchen Anreiz hätte Italien Mini-BOTs einzuführen, wenn es hierdurch sogar zu einer Erhöhung der Verschuldung käme? Einerseits dürfte Italien hoffen, dass mit der erfolgten Verschiebung der europäischen Kräfteverhältnisse tatsächlich eine Minimalchance besteht, dass die Definition verschiedener Verschuldungsparameter auf europäischer Ebene aufgeweicht wird, so dass Mini-BOTs anders eingestuft würden als von uns angenommen. Wichtiger aber ist das oben schon angesprochene politische Motiv, an Stärke gegenüber der EU zu gewinnen und so Handlungsspielraum für eigene politische Projekte zu gewinnen. Mini-BOTs wären offiziell zwar keine Parallelwährung, mit ihrer zunehmenden Durchdringung der Gesellschaft könnten sie de facto aber immer glaubwürdiger als eine solche fungieren. Dies würde die Drohkulisse eines möglichen Italexits im Zeitablauf immer mehr Glaubwürdigkeit schenken, auch wenn hierdurch nur eines von vielen sich anschließenden Problemen gelöst würde (was auch durch die Ausgabe von gedruckten, neuen Lira gelöst werden könnte). Schließlich könnte sich die Regierung auch vor dem Wahlvolk damit profilieren, der „Fremdbestimmung“ von der EU die Stirn zu bieten und die Umsetzung der gemachten Wahlversprechen tatsächlich zu verfolgen. Allerdings kommen diese für die italienische Regierung wohl positiven Wirkungen mit einem Preis daher. Denn wir gehen von einer Erhöhung der Schuldenquote Italiens durch die Einführung von Mini-BOTs aus, mit umso höherem Anstieg, je stärker die italienische Regierung die Durchdringung der Wirtschaft mit Mini-BOTs vorantreibt. Auch wird dieser Effekt (durch einen höheren Wertabschlag) stärker ausfallen, je glaubhafter die Austrittsdrohung Italiens tatsächlich empfunden wird, denn im Austrittsfall würden die Mini-BOTs drastisch zum Euro abwerten.

- ▶ Für auf Sicht fahrende Investoren dominiert das EZB-Sicherheitsnetz das Risiko eines möglichen zukünftigen Italexits

Das Niedrigzinsumfeld – mit tendenziell noch weiter fallenden Renditen und engeren Spreads – begünstigt dabei das Vorgehen der Populisten-Regierung. Denn mit dem Sicherheitsnetz einer dovish ausgerichtet bleibenden EZB und einer, vor dem Hintergrund steigender Fliehkräfte innerhalb der EU, gestiegenen Kompromissbereitschaft auf EU-Ebene verringert sich für Investoren das wahrgenommene Risiko eines Italien-Engagements – auch wenn die Regierung dort Weichenstellungen vornimmt, die längerfristig auf eine Distanzierung zum Währungsraum deuten. Anleihen mit positiver Rendite bleiben insbesondere in Anbetracht einer möglichen Wiederaufnahme der EZB QE-Nettokäufe im Falle von sich eintrübenden Finanzierungskonditionen auch in der Zukunft für auf Sicht fahrende Investoren attraktiv.

Stefan Kipar und Norbert Wuthe

Das Research-Team der BayernLB

BayernLB Research

Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt und Leiter Research, -21750

Anna Maria Frank, -21751; Sekretariat

Ingo Bothner, -21787; Medienfachwirt, Business Management

Christoph Gmeinwieser, -27053; CIIA, Business Management

Volkswirtschaft

Dr. Stefan Kipar, -27346

Euro-Raum, EZB, Deutschland

Manuel Andersch, -27448

G10-Währungen, UK, Schweiz

Charlotte Heck-Parsch, -23929

USA/Fed

Wolfgang Kiener, -27058

G10- & MOE-Währungen

Andreas Speer, -21305

Rohstoffe

Dr. Sebastian Schnejdar, -26386

Immobilien

Länderrisiko- und Branchenanalyse

Hubert Siply, -21307

Länderrisikoanalyse

Dr. Alexander Kalb, -22858

Westeuropa, Südamerika

Manuel Schimm, -26845

Asien, Nordamerika,

Gebhard Stadler, -28891

Osteuropa/GUS, Mittelamerika,

Verena Strobel, -21320

Naher und Mittlerer Osten, Afrika

Branchenanalyse

Wolfgang Linder, -21321

Auto, Chemie, Pharma, Luftfahrt, Rohstoffe & Stahl,

Öl & Gas, Transportation

Thomas Peiß, -28487

Bau, Elektroindustrie, Maschinenbau, Versorger,

Telekom, Medien, Handel

Investment Research

Dr. Johannes Mayr -21859

Zinsstrategie, Staatsanleihen, SSA

Alexander Aldinger, CFA, -24877

Asja Hossain, CFA, -27065

Dr. Norbert Wuthe, -27209

Covereds & Financials

Alfred Anner, CEFA, -27072

Covered Bonds

Dr. Ulrich Horstmann, CEFA, -21873

Versicherungen

Georg Meßner, CFA, -26396

Banken

Emanuel Teuber, -27070

Covered Bonds

Stefan Voß, -21808

Banken

Credits

Pia Ahrens, -25727

Corporate Bonds & SSD, Strategie

Matthias Gmeinwieser, CIIA, -26323

Corporate Bonds & SSD

Miraji Othman, -25888

Strategie

Christian Strätz, CEFA, CIIA, -27068

Corporate Bonds & SSD

Aktienmarkt

Manfred Bucher, CFA, -21713

Technische Analyse

Hans-Peter Reichhuber, -21780

Value Investing & Behavioral Finance

Dieter Münchow, -23384

Aktien & Strategie

E-mail: vorname.nachname@bayernlb.de

Telefon: 089 2171 + angegebene Durchwahl

Disclaimer

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 16.08.2019. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**



Dr. Stefan Kipar
Sen. Economist Euro-Raum/EZB
Teamleiter Volkswirtschaft
Telefon: +49 89 2171-27346
stefan.kipar@bayernlb.de

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (=Briefadresse)
research@bayernlb.de

Dr. Norbert Wuthe
Sen. Analyst Zinsstrategie / SSAs
Investment Research
Telefon: +49 89 2171-27209
norbert.wuthe@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München (=Paketadresse)
www.bayernlb.de