

## ANLEIHEN

# Meine Gedanken zur aktuellen Lage: Die EU - 28 verschiedene Wege

May 30, 2019

Das Ergebnis der jüngsten Wahl zum Europäischen Parlament lässt sich als nicht eindeutig beschreiben – wie es in Angelegenheiten der Europäischen Union (EU) oft der Fall ist. Es ist für jeden etwas dabei: Die populistischen Parteien haben sich gegenüber den vorherigen Wahlen erheblich gesteigert, aber auch nicht so sehr, wie sie gehofft und andere gefürchtet hatten.

In Italien konnte die rechtspopulistische Lega ihren Rückhalt in der Bevölkerung auf ein Drittel der Stimmen ausbauen, doch ihr populistischer Koalitionspartner, die Fünf-Sterne-Bewegung, hat an Boden verloren. In Frankreich hat die rechtsextreme Partei von Marine Le Pen ein sehr gutes Ergebnis erzielt, das Gleiche gilt aber auch für die in der Mitte des politischen Spektrums angesiedelte Bewegung von Emmanuel Macron.

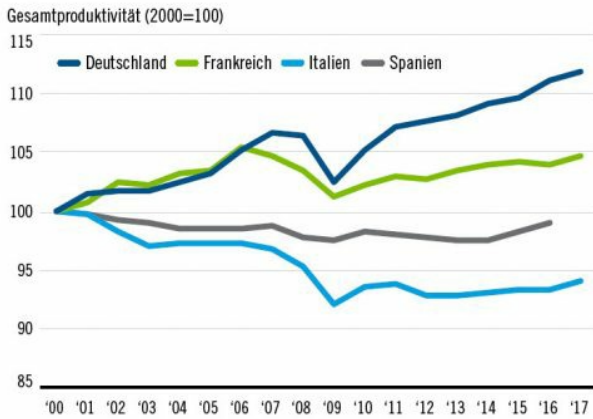
Fazit: Die Wahl hat die Zersplitterung des Europäischen Parlaments verstärkt und bestätigt, dass der jahrzehntelange europäische Integrationsprozess zum Stillstand gekommen ist. Die Mitgliedstaaten sind heute entschlossener als zuvor, an ihrer politischen Souveränität festzuhalten, und die Einführung des Euro hat nicht, wie erhofft, die wirtschaftliche Konvergenz der Mitgliedstaaten gefördert. Damit ist im Euroraum das Risiko von Finanzschocks gestiegen. Und die Handlungsfähigkeit der Europäischen Zentralbank (EZB) ist stark eingeschränkt, da ihre Geldpolitik von fiskalpolitischen Erwägungen dominiert wird.

## Wachsende Unterschiede beim Schuldenstand

Es wäre eine Untertreibung zu sagen, dass die angestrebte wirtschaftliche Konvergenz nicht eingetreten ist. Die Wahrheit ist, dass sich die Länder des Euroraums in einigen wichtigen Bereichen noch weiter auseinanderentwickelt haben. So sind bei einer durchweg steigenden Verschuldungstendenz die Unterschiede bei der Staatsverschuldung größer geworden: 2000 lagen nur fünf Mitgliedsländer oberhalb der im Maastricht-Vertrag festgelegten Grenze von 60 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP)<sup>2</sup>; heute sind es elf. Italien, Belgien und Griechenland waren mit einer Schuldenquote von jeweils knapp über 100 % in den Euroraum eingetreten. Inzwischen haben sich Portugal und Zypern zu ihnen gesellt und während die Schuldenquote Belgiens leicht zurückgegangen ist, ist die von Italien auf mehr als 130 % gestiegen. Auch bei der Produktivität läuft die Entwicklung auseinander. Zwischen 2000 und 2017 hat die Gesamtproduktivität in Frankreich um 5 % und in Deutschland um 12 % zugenommen, in Italien ist sie jedoch um 6 % zurückgegangen (und in Spanien gleich geblieben). Durch das unterschiedliche Produktivitätswachstum haben sich die Lebensstandards in den einzelnen Ländern weiter voneinander entfernt. Deutschland ist beim BPI pro Kopf an Frankreich vorbeigezogen. Italiens BIP pro Kopf lag 2000 nur 5 % unter dem Deutschlands; heute ist es 26 % geringer.

## DIE PRODUKTIVITÄTSUNTERSCHIEDE SIND IN DEN LETZTEN 10 JAHREN GRÖßER GEWORDEN

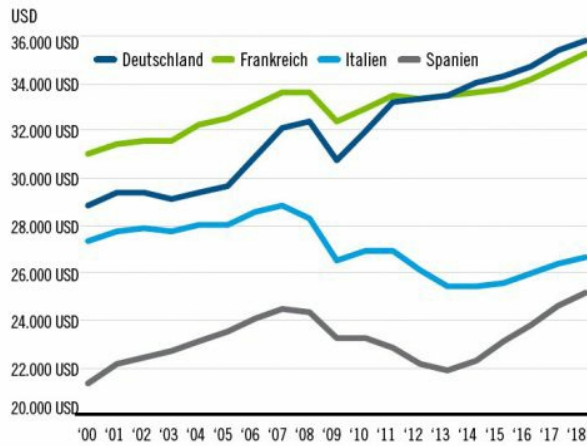
Abbildung 1: Gesamtproduktivität in Europa 2000–2017



Quelle: Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD)

## WACHSENDE UNTERSCHIEDE BEIM REALEN BIP PRO KOPF

Abbildung 2: Reales BIP pro Kopf 2000–2018



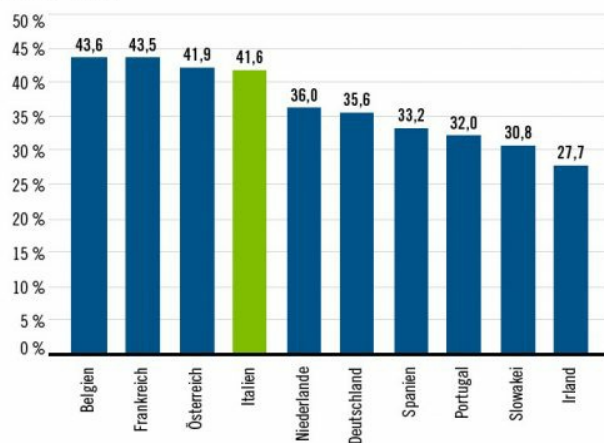
Quelle: Internationaler Währungsfonds (IWF).

## Wachstumsstillstand in Italien

Wie ist es dazu gekommen? Die formalen Konvergenzmechanismen des Euroraums haben versagt – oder, besser gesagt, sie haben sich als unzureichend erwiesen. Im Rahmen der Maastricht-Kriterien wurde allen Euroraum-Ländern eine Obergrenze für das Haushaltsdefizit in Höhe von 3 % des BIP auferlegt, um sie zur Haushaltsdisziplin zu zwingen. Doch in den letzten 10 Jahren hat nicht mangelnde fiskalpolitische Verantwortung die Schuldentragfähigkeit Italiens in Gefahr gebracht, sondern vielmehr das fehlende Wirtschaftswachstum. Auch wenn es einige verwundern mag: Italien hat im vergangenen Jahrzehnt eine sehr umsichtige Fiskalpolitik an den Tag gelegt. Nach der Rezession von 2009 betrug sein Primärüberschuss durchschnittlich 1 % des BIP und lag damit weit über dem anderer großer Euro-Länder. Das Gesamthaushaltsdefizit Italiens lag im Durchschnitt knapp unter 3 % des BIP. Und allem Gerede von Steuerhinterziehung zum Trotz kann das Land eine der höchsten Steuereinnahmequoten Europas vorweisen.

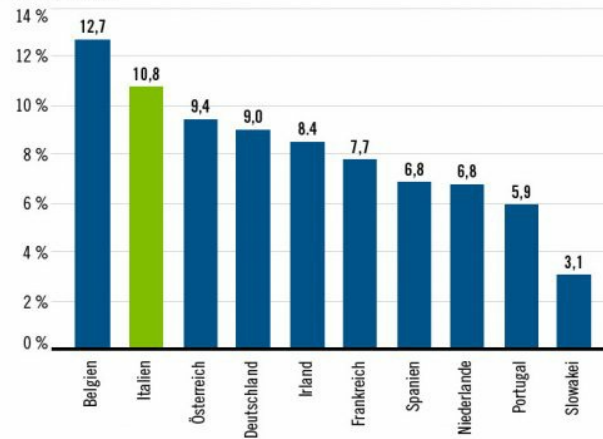
### ITALIENS VERHÄLTNISS DER STEUEREINNAHMEN ZUM BIP IST EINES DER HÖCHSTEN IN DER EUROPÄISCHEN UNION

Abbildung 3: Steuereinnahmen / BIP (durchschnittliches Verhältnis für den Zeitraum in %) 2000–2017



### ITALIEN ZAHLT BEIM VERHÄLTNISS ZWISCHEN EINKOMMEN- STEUERAUFKOMMEN UND BIP ZU DEN SPITZENLÄNDERN

Abbildung 4: Einkommensteueraufkommen / BIP (durchschnittliches Verhältnis für den Zeitraum in %) 2000–2017



Quellen: OECD, Research der Franklin Templeton Fixed Income Group

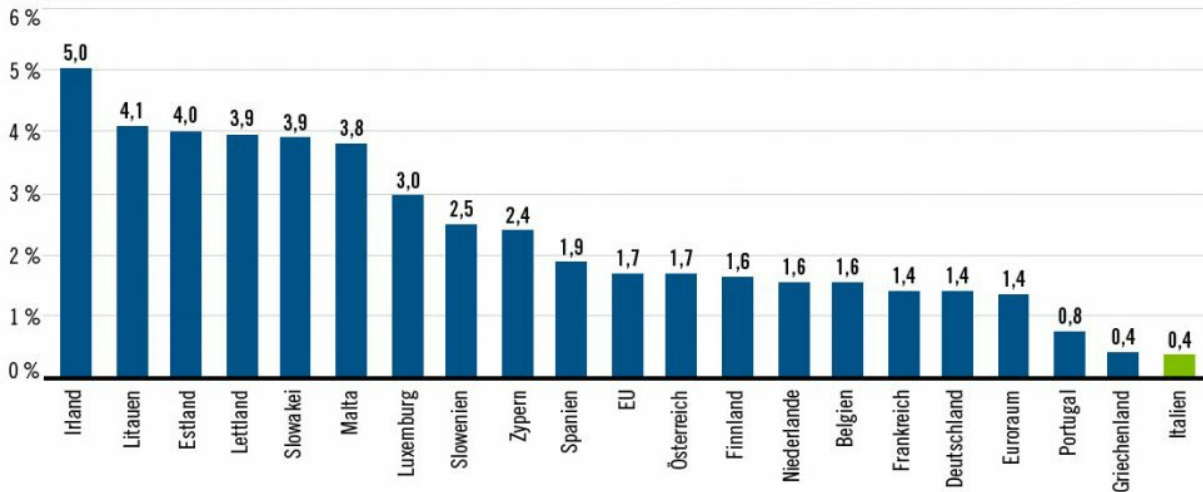
Doch trotzdem fehlt das Wachstum. Das BIP des Landes ist in den letzten 20 Jahren (2000–2019) durchschnittlich nur um 0,4 % gewachsen und das reale BIP pro Kopf liegt immer noch unter dem Stand von 2000 – somit ist der Lebensstandard heute nicht höher als vor fast 20 Jahren. Angesichts der niedrigen Inflation, der an die EZB ausgelagerten Geldpolitik und des fehlenden politischen Spielraums für eine noch strengere Fiskalpolitik könnte Italien der Schuldenfalle nur durch ein stärkeres Wirtschaftswachstum entkommen.

## ITALIENS WACHSTUM BLEIBT HINTER DEN ANDEREN EU-LÄNDERN ZURÜCK

Abbildung 5: Durchschnittliches jährliches BIP-Wachstum

1. Januar 2000 – 31. März 2019\*

Durchschnittliches Wachstum in %



Quellen: OECD, Research der Franklin Templeton Fixed Income Group, IWF World Economic Outlook, April 2019.

\*Es gibt keine Garantie dafür, dass sich Schätzungen oder Prognosen bewahrheiten.

Da ich darauf hingewiesen habe, dass die Fiskalpolitik Italiens in den letzten 10 Jahren umsichtig war, möchte ich eines klarstellen: Ich sage nicht, dass das schwache Wachstum Italiens durch von Deutschland diktierte Sparmaßnahmen verursacht wurde. Einige Ökonomen und Journalisten führen gerne an, dass Deutschland mit seiner nachdrücklichen Forderung nach Haushaltsdisziplin Südeuropa zur Stagnation verdammt hat. Das sehe ich vollkommen anders. Denn wie ist es dazu gekommen, dass die Staatsverschuldung Italiens heute 130 % des BIP beträgt? Die Antwort lautet: Durch die vor dem Eurobeitritt jahrzehntelang betriebene laxe Fiskalpolitik des Landes, die zu einer schweren Schuldenlast und einem gegen null gehenden potenziellen Wachstum geführt hat.

Eine Lockerung der Fiskalpolitik ist also ganz bestimmt nicht die Lösung. Übrigens verzeichnete Spanien, das denselben Haushaltsregeln unterlag, zwischen 2015 und 2018 ein durchschnittliches Wachstum von über 3 % pro Jahr (damit wuchs die spanische Wirtschaft dreimal schneller als die italienische). Zurückzuführen ist dies auf die ehrgeizigen Reformen, die nach der Euro-Schuldenkrise von 2012–2013 umgesetzt wurden.

### An Strukturreformen führt kein Weg vorbei

Eine Stärkung des Wirtschaftswachstums kann nur durch Strukturreformen erreicht werden: durch eine Verbesserung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, die Flexibilisierung des Arbeitsmarktes und die Straffung des öffentlichen Sektors. Leider scheint Italien unter Reformmüdigkeit zu leiden, ohne jemals ernsthaft versucht zu haben, die erforderlichen Wirtschaftsreformen umzusetzen.

Seiner Unfähigkeit, die tiefsitzenden strukturellen Probleme anzugehen, verdanken wir das größte Finanzrisiko im Euroraum, da die Schuldentragfähigkeit des Landes nur durch sehr niedrige Zinsen gewährleistet werden kann. Doch Italien ist bei weitem kein Einzelfall: In Frankreich zum Beispiel haben die Reformbemühungen zu einer breiten Gegenreaktion der Bevölkerung geführt, was Fragen über die Umsetzung der Reformen aufwirft. Schließlich ist noch die Flüchtlingskrise zu erwähnen, die angesichts der großen Unterschiede bei der Wirtschaftsleistung und bei den Lebensstandards unweigerlich die vorhandenen Gräben vertieft und die politischen Spannungen erhöht hat. Als die Bundeskanzlerin Angela Merkel 2015 ankündigte, dass Deutschland eine Million Flüchtlinge aufnehmen würde, und damit einen jähen Anstieg der Zuwanderung nach Europa auslöste, argumentierten viele, dass ein Zustrom von jungen Einwanderern dem Problem der alternden Bevölkerung Europas entgegenwirken könnte. Doch die Einwanderer kamen an den Küsten der südeuropäischen Länder an, wo die Jugendarbeitslosigkeit mehr als 30 % beträgt – eine Gegenreaktion war unvermeidlich.

Die jüngste Europawahl bestätigt, dass eine Neugestaltung des Integrationsprozesses in den nächsten Jahren nahezu unmöglich sein wird. Dies bedeutet jedoch nicht, dass ein Zerfall der EU die unausweichliche Folge ist. In einem Großteil der Länder ist der Rückhalt der Bevölkerung für die EU-Mitgliedschaft ungebrochen stark und die meisten europaskeptischen Parteien versprachen im Wahlkampf, die EU von innen heraus zu ändern und nicht etwa abzuschaffen. Die Regierungen der europäischen Länder wissen nur allzu gut, dass bei einer Auflösung des gemeinsamen Währungsraums exorbitante wirtschaftliche Kosten entstehen würden. Meiner Einschätzung nach werden sie alles in ihrer Macht Stehende tun, um das zu verhindern – auch dann, wenn Italien unter Marktdruck geraten sollte.

## **EZB durch dominante Fiskalpolitik gelähmt**

Viele haben sich gefragt, ob bzw. wie die Europawahl die Frage nach dem Nachfolger von Zentralbankchef Mario Draghi beeinflussen wird, dessen Amtszeit in der zweiten Jahreshälfte zu Ende geht. Wichtiger ist meiner Ansicht nach, dass der Handlungsspielraum der EZB durch die Dominanz der Fiskalpolitik weiter eingeschränkt sein dürfte. Da fünf Länder eine Schuldenlast von mehr als 100 % des BIP tragen und elf die Marke von 60 % überschritten haben (wobei die Gesamtverschuldung des Euroraums 85 % des BIP beträgt), wären höhere Zinsen eine enorme Belastung für die Haushalte der Mitgliedstaaten – und würden Italien in eine noch prekärere Lage bringen.

Die geringe Inflation und die ebenfalls geringen Inflationserwartungen verringern zwar zumindest für den Moment die Dringlichkeit des Problems. Dennoch ist es bezeichnend, dass beim ersten Anzeichen einer Verlangsamung des Wachstums – dessen Tempo ein gutes Stück über dem Potenzial lag – die EZB schnell ihre Geldpolitik lockerte und die Liquiditätsunterstützung für den Bankensektor ausweitete. Die europäische Zentralbank hat immer eine restriktivere (oder genauer gesagt: eine weniger lockere) Geldpolitik betrieben als die US-Notenbank (Fed). Während die Fed ein wachsames Auge auf die Beschäftigungszahlen und (wenn auch nicht offiziell) auf die Aktienkurse hatte, konzentrierte sich die EZB auf ihre einzige Aufgabe, die Einhaltung des Inflationsziels von unter, aber nahe bei 2 %, über das sie bis zur Finanzkrise vor 10 Jahren immer wieder hinausschoss.

Nun hat sich das Blatt gewendet. Ich weiß, dass die Märkte in diesem Jahr nicht mehr damit rechnen, dass die Fed die Zinsen erhöht, aber ich bin anderer Meinung. Und selbst wenn man die Konsenseinschätzung zugrunde legt, ist nicht von der Hand zu weisen, dass die Fed die Zinsen neunmal erhöht hat – von effektiv 0 % auf 2,5 % – und außerdem mit der Kürzung ihrer Bilanz begonnen hat, während es derzeit danach aussieht, dass die EZB ihre Negativzinspolitik bis zum Ende des aktuellen Wachstumszyklus beibehalten wird. Eine Veränderung dieser Situation ist nicht absehbar. Augenscheinlich haben die Fed und die EZB ihre Rollen getauscht, sodass für den Euro eine fallende Tendenz zu erwarten ist – ein wichtiger Punkt für Anleger.

Die andere wichtige Lektion für Anleger hebe ich schon seit einer Weile immer wieder hervor. Sie lautet: Differenzierung ist alles. Spanien hat bei der Wirtschaftsleistung Italien überholt; dies wird sich vermutlich auch weiterhin in den Anlagepreisen niederschlagen. Ich bin der Überzeugung, dass Europa mindestens noch einige Jahre gespalten bleiben wird. Die zwei wichtigsten Konsequenzen darauf sollten meiner Einschätzung nach eine stärkere Differenzierung zwischen den einzelnen Ländern sowie schwächere Erwartungen gegenüber dem Euro sein.

## **WELCHE RISIKEN BESTEHEN?**

Alle Anlagen sind mit Risiken behaftet, einschließlich des möglichen Verlusts der Anlagesumme. Die Anleihenkurse entwickeln sich im Allgemeinen gegenläufig zu den Zinsen. Wenn sich also die Kurse der Anleihen in einem Investmentportfolio an steigende Zinsen anpassen, kann der Wert des Portfolios sinken. Anlagen in ausländischen Wertpapieren sind mit besonderen Risiken behaftet, darunter Währungsschwankungen sowie ungewisse wirtschaftliche und politische Entwicklungen.

### **WICHTIGE HINWEISE**

Diese Unterlagen dienen ausschließlich der allgemeinen Information. Sie sind weder als individuelle Anlageberatung, Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder Halten eines Wertpapiers noch zur Übernahme einer bestimmten Anlagestrategie zu verstehen. Sie stellen keine Rechts- oder Steuerberatung dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Einschätzungen sind die des Anlageverwalters. Die Kommentare, Meinungen und Analysen entsprechen dem Stand am 29. Mai 2019 und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die vorliegenden Informationen stellen keine vollständige Analyse aller wesentlichen Fakten in Bezug auf ein Land, eine Region oder einen Markt dar.

Bei der Erstellung dieser Unterlagen wurden möglicherweise Daten von Dritten genutzt. Franklin Templeton Investments („FTI“) hat diese Daten nicht unabhängig begutachtet, validiert und überprüft. FTI haftet für keinerlei Verluste, die durch die Nutzung dieser Informationen entstehen. Es liegt im alleinigen Ermessen des Nutzers, auf die Kommentare, Meinungen und Analysen in diesen Unterlagen zu vertrauen.

- 
1. Die BBC stellt heraus, dass die Liberaldemokraten, die Grünen, die SNP, Change UK and Plaid Cymru – Parteien, die gegen den Brexit sind – zusammen 40,4 % der Stimmen gewannen, während die Brexit-Partei und die UKIP nur auf 34,9 % kamen. <https://www.bbc.com/news/uk-politics-48403131>
  2. Eines der Konvergenzkriterien aus dem Maastricht-Vertrag von 1992 lautet, dass Länder, die dem Euro beitreten möchten, ein Verhältnis der Staatsverschuldung zum BIP von unter 60 % aufweisen sollen. Ist dies nicht der Fall, muss das Verhältnis zumindest „hinreichend rückläufig sein und sich rasch genug dem Referenzwert nähern“.