



## Der Euroraum wird sich weiterentwickeln

### Dr. Karsten Junius, CFA

Chief Economist

karsten.junius@jsafrasarasin.com

+41 58 317 32 79

**Die Währungsunion wird ihren institutionellen Rahmen weiterentwickeln müssen. Der Koalitionsvertrag in Deutschland bietet dafür Anknüpfungspunkte – vielleicht auch für einen deutschen EZB-Präsidenten. Der italienische Wahlkampf zeigt dagegen wie stark unterschiedlich die wirtschaftliche Realität und die wirtschaftspolitischen Vorstellungen in den einzelnen Ländern der Währungsunion sind.**

### Nahender Schicksalstag in der Währungsunion

Gut 463 000 SPD-Mitglieder haben derzeit die Gelegenheit, über den Koalitionsvertrag mit der CDU abzustimmen. Das Ergebnis wird am 4. März – dem Wahltag in Italien bekannt gegeben. Stimmt die SPD-Basis dem Vertrag zu, wird Angela Merkel vermutlich in der Woche vom 12. März erneut zur Kanzlerin gewählt. Eventuell könnte es dann auch in Italien eine grosse Koalition geben. Bei allen Risiken böte das auch Chancen, die Währungsunion stabiler zu gestalten.

### Der deutsche Koalitionsvertrag ermöglicht auch neue Ansätze in der Europapolitik

Zunächst zu Deutschland. Die Vergabe des Aussen- und Finanzministeriums an die SPD macht einen Bruch mit der durch Herrn Schäuble personifizierte Austeritätspolitik im Euroraum möglich. Nicht zufällig dürfte gleich das erste Kapitel des 177 Seiten langen Vertrages mit «Ein neuer Aufbruch für Europa» betitelt sein. Ebenfalls auffällig proklamiert die erste Zwischenüberschrift «Wir wollen ein Europa der Demokratie und Solidarität». Das sollte den europäischen Partner und insbesondere Frankreich gefallen, das mehrfach als besonderer Kooperationspartner in Europa herausgestellt wird. Der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) soll zu einem Europäischen Währungsfonds ausgebaut werden, der im Unionsrecht verankert wird. Dies brächte den Vorteil, dass er ähnlich dem IWF in Krisenzeiten Mitgliedsländer gegen eine klare Konditionalität d.h. abhängig von der Erfüllung von Reformauflagen Kredite vergeben könnte. Politisch sensitive Strukturreformen und Haushaltsauflagen könnten so leichter durchgesetzt werden. Deutschlands Partner dürften auch die Idee begrüßen, dass das Europäische Investitionsprogramm (EFSI) ausgebaut werden soll. Dies geht am ehesten in die Richtung einer zentralisierteren Finanzplanung wie sie der französische Präsident Macron anzudenken scheint.

### Ein deutscher EZB-Präsident bürge die Chance, die deutsche Bevölkerung mit der Währungsunion wieder zu versöhnen. Mit ihr im Rücken und Weidmann in der Verantwortung für den ganzen Währungsraum und nicht nur Deutschland erhöhte sich die Chance für institutionelle Reformen, die den Währungsraum stabilisieren könnten.

Eine etwas flexiblere Haltung zu Europafragen mag Deutschland Spielraum eröffnen, eigene Prioritäten durchzusetzen. Dazu gehört vielleicht auch die Nachfolge von EZB-Präsident Draghi, dessen Vertrag im Oktober 2019 ausläuft. Wichtig ist dies, da die europäische Geldpolitik seit der Finanzkrise besonders in Deutschland kritisiert worden ist. Eine weitere Erosion der Unterstützung für die EZB wäre weder im deutschen noch im europäischen Interesse, da es die institutionelle Weiterentwicklung des Währungsraums noch schwieriger machen würde. Ein erster Schritt wurde bereits gemacht, in dem der spanische Finanzminister, Luis de Guindos, letzte Woche zum EZB-Vizepräsident ausgewählt wurde – eine Entscheidung, die der Europäische Rat nun am 22./23. März noch bestätigen muss. Die Kandidatur des einzigen Mitkonkurrenten, der irische Zentralbankchef Philipp Lane, wurde kurzfristig zurückgezogen. Er mag nun gute Chance haben, Peter Praet als EZB-Chefvolkswirt nachzufolgen. Dies würde den Weg für einen EZB-Präsidenten aus einem grossen und nördlichen Land frei machen. Zwei Hindernisse würden für Jens Weidmann, den wahrscheinlichsten deutschen Kandidaten für den EZB-Chefposten aber bleiben: (1) Mit Sabine Lautenschläger sitzt bereits eine deutsche Vertreterin im EZB-Direktorium. Als einzige Frau wäre es schwierig sie zu ersetzen – es sei denn sie würde mit der Französin Danièle Nouy vom SSM-Direktorium die Plätze tauschen. (2) Bundesbankpräsident Weidmann erfreut sich vor allem in Italien keiner grossen Beliebtheit. Angesichts seiner offenen Opposition gegen die von



# Finanzmarktkolumne

26. Februar 2018

Präsident Draghi durchgeboxten Anleihekaufprogramme der EZB ist das keine Überraschung.

## **Die Probleme im italienischen Bankensektor stellen die grösste Hürde für eine Entwicklung einer Bankenunion dar.**

Italien hat allerdings ebenfalls eine Vielzahl an Themen, für die es europäische Unterstützung gut gebrauchen könnte. Dringend sind vor allem die Problemkredite (NPL) im Bankensektor. Diese haben in Italien mit gut 15% an der Gesamtkreditsumme einen dreimal so hohen Anteil wie im Durchschnitt der Währungsunion. Für weniger als die Hälfte sind Rückstellungen gebildet. Abzüglich von Rückstellungen haben allein die faulen Kredite gemäss der italienischen Zentralbank ein Volumen von 81 Mrd. Euro. Diese Kredite sind vermutlich das grösste Hindernis für die Weiterentwicklung zu einer Bankenunion.

## **Der ESM wurde nicht als Subventionsvehikel für den Bankensektor konzipiert**

Erste Schritte zu einer Bankenunion wurden erfolgreich gemeistert. Die gemeinsame Bankenaufsicht (SSM) und der Gemeinsame Abwicklungsrat (SRB) wurden erfolgreich etabliert. Der Gemeinsame Abwicklungsfonds (SRF) wurde aufgesetzt, selbst wenn er weit davon entfernt ist, die Probleme im italienischen Bankensystem stemmen zu können. Das wird ihm auch nicht gelingen, wenn er die Zielgrösse von 55 Mrd. Euro erreicht hat, die er innerhalb von 8 Jahren durch Zahlungen aus dem Finanzsektor anstrebt. Der Vorschlag den ESM als Notfallkreditgeber für den SRF auszubauen, ist daher prinzipiell sinnvoll. Allerdings ist klar, dass zuvor eine politische Lösung für bestehende Problemkredite gefunden werden muss, bevor eine stärkere Risikoteilung beschlossen werden kann. Sie käme sonst einer Transferunion gleich. Dazu würde jede deutsche Regierung argumentieren, dass der ESM als Notfallkreditlinie für Staaten konzipiert wurde und nicht als Subventionsvehikel für den Bankensektor.

## **Eine gemeinsame Einlagenversicherung kann ebenfalls nicht etabliert werden, wenn die bestehenden Risiken national so unterschiedlich verteilt sind**

Eine ähnliche Hürde besteht bei der Entwicklung einer gemeinsamen Einlagenversicherung (EDIF). Prinzipiell ist auch diese eine gute Idee, da so die Risiken einer Bankpleite verteilt werden können und der Finanzsektor stabilisiert würde. Politisch ist es aber schwierig, Risiken von Ländern mit ganz unterschiedlichen Ausgangspositionen zu teilen. Auch dies würde Fiskaltransfers nahe kommen. Ohne Einlagenversicherung kann das SRB praktisch aber kaum eine grössere Bank abwickeln. Um Fehlanreize zu vermeiden, ist eine Vorbedingung bei der Nutzung von SRF-Geldern bei der Abwicklung einer Bank, dass 8% gewisser Bankverbindlichkeiten abgeschrieben oder in Eigenkapital verwandelt werden müssen. Aufgrund der geringen Kapitalbasis einiger italienischer und portugiesischer Banken könnte das zu einem Zahlungsausfall für Anleihegläubiger führen. Politisch ist dies wiederum in Italien sensitiv, wo Bankanleihen auch an private Anleger verkauft worden sind.

## **Ein Henne-Ei Problem**

Der Schritt zu einer Bankenunion muss ein Henne-Ei Problem lösen: Stark mit faulen Krediten belastete Banken können effektiv nicht abgewickelt werden, wenn es keine Europäische Einlagenversicherung gibt, die den Schaden für Privatpersonen abmildert. Der Aufbau einer Europäischen Einlagenversicherung wiederum findet keine politische Unterstützung, wenn für die existierenden Problemkredite vorher keine Lösung gefunden wurde, sodass die Risiken im Bankensektor reduziert werden.

## **Faule Kompromisse können die politische Stabilität durchaus erhöhen**

Eine Tatsache bleibt bestehen: Europa und insbesondere die Währungsunion waren nie einfache Gebilde und werden es nie werden. Genauso wenig wird sich der Euroraum in den nächsten Jahrzehnten zu einem optimalen Währungsraum entwickeln. Allerdings konnte man sich bislang auch in den schwärzesten Stunden darauf verlassen, dass die Mitgliedsländer politische Kompromisse gefunden haben. Diese kann man «faul» nennen, wenn man möchte. Sie haben aber auch eine politische Stabilität gebracht, die man andernorts sucht und die nicht selbstverständlich ist.



# Finanzmarktkolumne

26. Februar 2018

## Haftungsausschluss/Wichtige Hinweise

Diese Publikation wurde von der Research Abteilung der Bank J. Safra Sarasin AG («Bank») ausschliesslich zu Informationszwecken erstellt; die Bank ist für den Inhalt dieser Publikation verantwortlich. Die Bank untersteht der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA.

Die Publikation wurde aus Informationen und Daten aus öffentlich zugänglichen Quellen («Informationen») erstellt, welche von der Bank als zuverlässig und glaubwürdig eingestuft werden. Obwohl die Bank bemüht ist zuverlässig und vollständig Informationen zu verwenden kann sie keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hier wiedergegebenen Informationen übernehmen. Mögliche Fehler oder die Unvollständigkeit der Informationen stellen keine rechtlichen Gründe für eine Haftung dar, weder im Hinblick auf unmittelbare oder mittelbare Schäden noch auf Folgeschäden. Die Bank lehnt jegliche Haftung hinsichtlich der Geeignetheit, Aktualität, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Des Weiteren lehnt die Bank jede Haftung für mögliche Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieser Publikation entstehen können, ab.

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung, noch ein Angebot oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder -dienstleistungen dar. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis für die laufende oder zukünftige Wertentwicklung der in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente.

Der Wert eines Finanzinstruments kann auf Grund von Währungsschwankungen sowohl fallen als auch steigen

Die Bank übernimmt weder ausdrücklich noch stillschweigend die Haftung für die künftige Wertentwicklung eines Finanzinstruments. Der Kurs und der Ertrag dieser Finanzinstrumente können sowohl fallen als auch steigen und zu einem Verlust des investierten Betrages führen.

Vor einer Anlage sollte die aktuelle Produktdokumentation gelesen und ein unabhängiger Berater zur Rate gezogen werden.

Direkte Investitionen in U.S. Wertschriften können selbst dann eine Besteuerung nach U.S. Steuerrecht auslösen, wenn der Investor weder seinen gewöhnlichen Aufenthalt in den USA noch den Status einer U.S. Person innehat.

Die Bank kann jederzeit die in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente auf eigenen oder fremden Rechnung erwerben oder veräussern oder als Auftraggeber oder Bevollmächtigter in diesen handeln oder für den Emittenten der genannten Finanzinstrumente bzw. einem mit diesem wirtschaftlich oder finanziell eng verbundenen Unternehmen Finanzberatungs- oder andere Bankdienstleistungen erbringen.

Die Bank hat in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen organisatorische und administrative Massnahmen getroffen, um Interessenkonflikte soweit wie möglich zu vermeiden. Reichen die getroffenen Massnahmen nicht aus, legt die Bank den potentiellen Interessenskonflikt offen.

Die Bank hat unter anderem die folgenden Massnahmen getroffen:

1. Errichtung von Informationsbarrieren, wenn ein Informationsaustausch zwischen bestimmten Personen oder Abteilungen zu einem Interessenkonflikt führen könnten.
2. Die Vergütung des/der Autoren (Analysten) dieser Publikation ist unabhängig von deren Empfehlungen oder Meinungen.
3. Regelungen bezüglich der Eigengeschäfte und Geschäftstätigkeiten von Mitarbeitern.

Die Bank wird Interessenkonflikte im Verhältnis zu dem Emittenten des/der in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente offenlegen, falls:

1. eine Beteiligung von mindestens 3% an den Stimmrechte eines Emittenten, der Gegenstand dieser Finanzanalyse ist, besteht oder
2. sie innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate Mitglied eines Konsortiums war, das Finanzinstrumente einer der genannten Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte oder
3. eine Betreuung der Finanzinstrumente dieser Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen («Market Maker») erfolgte oder
4. sie innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit einem der erwähnten Emittenten, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften eingegangen ist oder in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhalten hat, soweit eine Offenlegung dieser Informationen rechtlich zulässig ist und keine vertraulichen Geschäftsinformationen betreffen
5. mit einem Emittenten, welcher selbst Gegenstand dieser Finanzanalyse ist, eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen haben oder
6. diese sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf einen der genannten Emittenten haben sollte.



# Finanzmarktkolumne

26. Februar 2018

Die Angaben zu eventuellen Interessenkonflikten finden Sie jeweils am Ende jeder Finanzanalyse in der Offenlegungsklausel.

Die in dieser Publikation geäusserten Meinungen und Ansichten sind diejenigen des Analysten zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Vorankündigung ändern.

## Erläuterung zur Analyse

Tatsachen und Meinungen Dritter (Interpretationen und Schätzungen) erfolgen mit den jeweiligen Quellenangaben. Eigene (Wert-) Berechnungen (Hochrechnungen und Vorhersagen), die das Ergebnis der Arbeit der Research-Abteilung der Bank reflektieren, werden nicht gesondert gekennzeichnet oder hervorgehoben. Die wesentliche Grundlagen und Massstäbe eigener Werturteile sind in den Grundlagen der Research Methodologie dargelegt. Bei der Erstellung des Researchs wurden folgende Bewertungsgrundlagen und -methoden genutzt:

## Economic & Strategy Research

Auf der Basis von proprietären Modellen werden eigene Prognosen für Wirtschaftswachstum, Inflation, Arbeitslosenquoten und Staatshaushalte und Aussenhandelsbilanzen erstellt. Basierend auf dem makroökonomischen Szenario erarbeiten die Strategen für die drei Anlagekategorien ihre Prognosen für (a) Aktienmärkte, (b) kurz- und langfristige Zinssätze, (c) sowie für die Hauptwährungen. Neben den makroökonomischen Variablen verwendet das Economic & Strategy Research verschiedene Bewertungsmodelle und kurzfristige Markt-Timing-Indikatoren. Der Prognosehorizont für makroökonomische Indikatoren beträgt 2 Jahre, für Finanzmärkte liegt er bei bis zu einem Jahr.

Diese Publikation wurde zum angegebenen Datum erstellt. Die Bank übernimmt keinerlei Pflicht zur Aktualisierung dieser Publikation.

Es können sich Abweichungen zu unseren eigenen Finanzanalysen zu denselben Finanzinstrumenten ergeben, welche in den vorausgegangenen zwölf Monaten erstellt wurden.

Der gesamte Inhalt dieser Publikation unterliegt dem Urheberrecht. Die Verwendung, das Modifizieren, oder Vervielfältigen im Ganzen sowie auszugsweise darf ausschliesslich zum privaten, nicht kommerziellen Gebrauch des Interessenten erfolgen. Dabei dürfen Urheberrechtshinweise und Markenbezeichnungen weder verändert noch entfernt werden. Jede darüber hinausgehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Bank. Dies gilt auch für Weitergabe dieser Publikation.

## Distribution von Research-Publikationen

Soweit nicht anders vermerkt, wird dieser Bericht von der Bank J. Safra Sarasin AG, Schweiz verteilt. Diese Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetze und Regulierungen verteilt und verwendet werden. Die Bank untersagt insbesondere ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation durch Dritte. Sie lehnt jegliche Haftung für Ansprüche von Dritten, die sich aus dem Gebrauch oder der Verteilung der Publikation ergeben ab.

**Bahamas:** Diese Publikation wird Privatkunden der Bank J. Safra Sarasin (Bahamas) Ltd. zur Verfügung gestellt. Sie ist nicht bestimmt für die Weitergabe an Staatsangehörige oder Bürger der Bahamas oder an Personen welche gemäss den Bestimmungen über die Devisenkontrolle (exchange control) der Zentralbank der Bahamas als in den Bahamas wohnhaft angesehen werden.

**Dubai International Financial Centre (DIFC):** Dieses Material ist für die Verteilung durch die Bank J. Safra Sarasin Asset Management (Middle East) Ltd [«BJSSAM»] im DIFC an professionelle Kunden im Sinne der Dubai Financial Services Authority («DFSA») bestimmt. BJSSAM ist von der DFSA ordnungsgemäss autorisiert und beaufsichtigt. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie sich an einen autorisierten Finanzberater wenden.

Dieses Material kann auch Fonds enthalten, die keiner Überwachung oder Genehmigung durch die Dubai Financial Services Authority («DFSA») unterliegen. Die DFSA ist nicht für die Prüfung oder Verifizierung von Emissions- oder anderen Dokumenten im Zusammenhang mit solchen Fonds verantwortlich. Die DFSA hat weder ein Ausgabedokument noch andere zugehörige Dokumente genehmigt, noch hat sie irgendwelche Schritte unternommen, um die in etwaigen Ausgabedokument enthaltenen Informationen zu überprüfen, demzufolge übernimmt sie für diese auch keine Verantwortung. Die Anteile, auf die sich das Ausgabedokument bezieht, können illiquide sein und/oder Beschränkungen für den Weiterverkauf unterliegen. Potenzielle Käufer sollten ihre eigene Prüfung der Anteile vornehmen.

**Hong Kong:** Dieses Dokument wird in Hong Kong von der Bank J. Safra Sarasin Ltd, Hong Kong Branch verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin Ltd, Hong Kong Branch ist eine zugelassene Bank im Sinne der Hong Kong Banking Ordinance (Cap. 155 der Gesetze von Hongkong) und eine eingetragene Institution im Sinne der Securities and Futures Ordinance (Cap. 571 der Gesetze von Hongkong).



# Finanzmarktkolumne

26. Februar 2018

**Monaco:** In Monaco wird dieses Dokument von der Banque J. Safra Sarasin (Monaco) SA verteilt, einer im «Fürstentum Monaco» eingetragenen Bank, die von der französischen Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) und der monegasischen Regierung und Commission de Contrôle des Activités Financières (CCAF) beaufsichtigt wird.

**Panama:** Diese Publikation basiert ausschliesslich auf öffentlich zugänglichen Informationen und wird von der J. Safra Sarasin Asset Management S.A., Panama, die von der Securities Commission of Panama beaufsichtigt wird, verteilt.

**Qatar Financial Centre (QFC):** Dieses Dokument ist für den Vertrieb durch die Bank J. Safra Sarasin (QFC) LLC, Qatar [«BJSSQ»] von QFC aus an Geschäftskunden im Sinne der Vorschriften der Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) bestimmt. Die Bank J. Safra Sarasin (QFC) LLC ist von der QFCRA zugelassen.

Dieses Dokument kann auch kollektive Kapitalanlagen (Fonds) beinhalten, die nicht im QFC registriert oder von der Regulierungsbehörde beaufsichtigt sind. Weder wurde ein Emissionsdokument noch der Prospekt für den Fonds oder sonstige mit diesem im Zusammenhang stehende Dokumente von der Regulierungsbehörde geprüft oder genehmigt. Anleger in den Fonds haben möglicherweise nicht den gleichen Zugang zu Informationen über den Fonds, die sie zu Informationen über einen im QFC registrierten Fonds haben würden. Der Regress gegen den Fonds und/oder darin involvierte Personen kann eingeschränkt oder schwierig sein und muss möglicherweise in einem Land ausserhalb des QFC verfolgt werden.

**Singapore:** Dieses Dokument wird von der Bank J. Safra Sarasin Ltd. Singapore Branch in Singapur, verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin, Singapore Branch ist ein befreiter Finanzberater (exempt financial adviser) gemäss dem Singapore Financial Advisers Act (Cap. 110), eine Firmenkundenbank, die nach dem Singapore Banking Act (Cap. 19) zugelassen ist und von der Monetary Authority of Singapore beaufsichtigt wird.

© Copyright Bank J. Safra Sarasin AG. Alle Rechte vorbehalten.

Bank J. Safra Sarasin AG  
J. Safra Sarasin Research  
General Guisan-Quai 26  
Postfach  
CH-8022 Zürich  
Schweiz  
Telefon +41 (0)58 317 33 33  
Fax +41 (0)58 317 33 00