



Populismus bremst die Vertiefung der Währungsunion

Dr. Karsten Junius, CFA

Chief Economist

karsten.junius@jsafrasarasin.com

+41 58 317 32 79

Die Ankündigung der US-Regierung neue Zölle auf Stahlimporte zu erheben und die Bereitschaft, einen Handelskrieg mit den amerikanischen Verbündeten zu führen, sollte ein Weckruf für diejenigen sein, die sich weitgehend auf Rechtsstaatlichkeit, internationale Organisationen und Zusammenarbeit stützen – also die gemeinsamen Säulen des multilateralen Nachkriegssystems. Der aktuell sich ausbreitende Populismus ist auch ein Risiko für die weitere europäische Integration.

Populistische Strömungen sind auch in Europa sehr lebendig

Wir haben wiederholt unsere Einschätzung betont, dass populistische Strömungen trotz der derzeit günstigen Wirtschaftsdynamik und sinkender Arbeitslosenquoten stark bleiben werden. Ein Grund dafür dürfte darin liegen, dass die Pro-Kopf-Einkommen seit Ende 2006 in vielen Ländern kaum gestiegen und in einigen sogar zurückgegangen sind. In Europa richtet sich der Populismus wie in den USA gegen die Macht der sogenannten Eliten und Experten und nimmt eine nationalistische und EU-kritische Haltung an. Lediglich die Idee, die Währungsunion zu verlassen, hat sich für populistische Parteien nicht ausgezahlt, da die Wähler dies eindeutig mit negativen Folgen für ihre Ersparnisse assoziiert haben. Stattdessen setzen sich Populisten gegen eine Austeritätspolitik, eine straffere Geldpolitik und schmerzhaftere Strukturreformen ein, die für eine weitere Vertiefung und Risikoteilung in der Europäischen Währungsunion (EWU) notwendig wären. Das italienische Wahlergebnis war der jüngste Beweis für diesen Trend, ebenso wie das Brexit-Referendum davor und in einigen Punkten sogar die Wahl von Macron in Frankreich.

5 Lehren des US-Populismus für Europa

Der US-Präsident zeigt derzeit auf, welche gesellschaftlichen und politischen Konsequenzen sich ergeben könnten, wenn eine populistische Regierung eine starke Position in Europa erhält:

(1) Schwindender Einfluss von Experten (Pariser Klimaschutzabkommen, internationaler Handel) (2) Geringere Bedeutung internationaler Institutionen (WTO, UNO), da Populisten ihre Legitimität anzweifeln und sie als Interessenvertreter der alten Eliten statt des Volkes betrachten. (3) Die Einhaltung internationaler Verträge, Regeln und Konventionen wird unsicherer, da Populisten erklären würden, dass sie nicht im Interesse des Souveräns sind und dass frühere Regierungen die wahren Interessen ihrer Nationen und Völker preisgegeben haben (NAFTA, NATO, Brexit, TPP, griechisches Rettungsreferendum). (4) Internationale Zusammenarbeit und Diplomatie erhalten eine geringere Bedeutung. (5) Populisten werden ihre Politik kurzfristiger ausrichten und weniger nachhaltig agieren (US-Steuerreform und Ausgabenpläne).

Populisten werden sich kaum an die Regeln aus Brüssel oder Frankfurt halten

Europa sollte die oben genannten Lehren zur Kenntnis nehmen und überdenken, wie verwundbar das Euro-Gebiet wäre, wenn eine populistische Regierung die Regeln der EWU offen ablehnen würde. Die stille Nichteinhaltung der Maastricht-Regeln und des Stabilitäts- und Wachstumspakts sind nicht ermutigend, ebenso wenig wie die jüngere Nichteinhaltung einiger osteuropäischer Regierungen im Hinblick auf die Flüchtlingsverteilung und das europäische Verständnis von Rechtsstaatlichkeit und Gewaltenteilung. Die ständige Kritik an der Geldpolitik der EZB durch deutsche Politiker und Ökonomen ist ebenfalls nicht hilfreich, Vertrauen in europäische Institutionen zu stärken. In allen Fällen würden nationale Interessen Vorrang vor internationalen Verpflichtungen haben. «Brüssel oder Frankfurt gegen den Volkswillen» ist ein Kampf, den Institutionen, die sich an die Regeln halten, schlecht gewinnen können.



Finanzmarktkolumne

20. März 2018

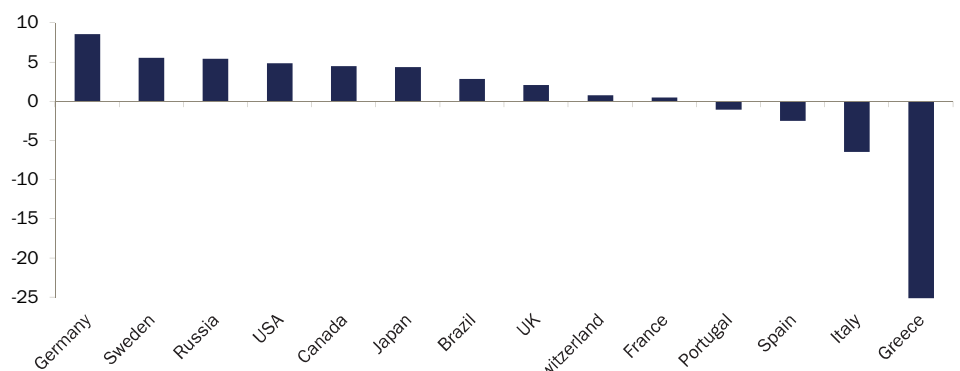
In Europa fehlen auch gemeinsame Medien und damit die Basis für einen öffentlichen länderübergreifenden Diskurs

Es wird oft behauptet, dass die EWU unvollständig sei, da es ihr an einer gemeinsamen Steuerpolitik und einer Banken- oder Kapitalmarktunion mangelt. Vor allem aber fehlt es ihr an gemeinsamen Medien, über die Argumente ausgetauscht und weiterentwickelt werden können. Stattdessen bleibt die mediale Landschaft national stark segmentiert. Dies belegt eine neue Studie von Müller, Porcaro und von Nordheim¹, die im Februar von der Denkfabrik Bruegel veröffentlicht wurde. Mittels einer Analyse von über 50.000 Zeitungsartikeln über die Euro-Krise in einer der grossen nationalen Tageszeitungen der vier grössten EWU-Mitglieder stellen die Autoren fest, dass die Ursachen für die Euro-Krise national komplett anders beurteilt. In Deutschland werden die Krisenursachen typischerweise ausserhalb Deutschlands gefunden, insbesondere bei Griechenland und der EZB. Im Gegensatz dazu werden in Frankreich die europäischen Institutionen nicht kritisiert, dafür alle anderen, einschliesslich der eigenen politischen Klasse. Spanien betont das eigene Fehlverhalten in den Jahren vor der Krise während Italien sich als Opfer unglücklicher Umstände und aufgezwungener Sparmassnahmen sieht. Es ist klar, wie schwierig es ist, eine gemeinsame politische Antwort auf die aktuellen Herausforderungen zu finden, wenn die öffentliche Meinung über die Ursachen der Euro-Krise in den einzelnen Ländern so unterschiedlich ist.

Würde eine populistische Regierung die Verantwortung für geteilte Risiken übernehmen?

So optimistisch wir für das europäische Projekt sind angesichts der erwiesenen Fähigkeit, Probleme in Krisenzeiten zu lösen, fragen wir uns, was der potenzielle Nachteil einer weiteren Vertiefung der EWU mit stärker vergemeinschafteten Risiken ist. Hätte eine populistische Regierung nicht einen starken Anreiz, gemeinsame Anleihen nicht zu bedienen oder internationalen Verpflichtungen nicht nachzukommen, wenn sie vor der Wahl stünde, ihre Pensionszahlungen andernfalls kürzen zu müssen? Würde sie nicht von ihren europäischen Partnern Solidarität in Form von «Liquiditätshilfen» fordern und würde es nicht wieder schwierig sein, diese abzulehnen? Und würde eine populistische Regierung nicht zuerst unfaire internationale Regeln und Verpflichtungen für eine neue Krise verantwortlich machen anstatt ihrer eigenen Reformunfähigkeit? Europäische Regeln und Konventionen sind wichtig. Wir sollten uns aber auch Gedanken darüber machen, was passiert, wenn eine souveräne Regierung innerhalb der EWU beschliesst, sich nicht an sie zu halten. Dies könnte den Prozess der Vertiefung und Stabilisierung der EWU verlangsamen. Aber vielleicht ist es auch genau das, was viele europäische Wähler bevorzugen würden.

Veränderung des pro-Kopf Einkommens im Vergleich zum Vorkrisenniveau (4Q 2007) in %



Source: Datastream, J. Safra Sarasin, 16.03.2018

¹ <http://bruegel.org/2018/02/tales-from-a-crisis-diverging-narratives-of-the-euro-area/>



Finanzmarktkolumne

20. März 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

20. März 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

20. März 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