



Italien bleibt eine Herausforderung für die Währungsunion

Dr. Karsten Junius, CFA

Chief Economist

karsten.junius@jsafrasarasin.com

+41 58 317 32 79

Die neue Regierungskoalition, vor der Italien vermutlich steht, wird die EU vor neue Herausforderungen stellen. Ihre finanzpolitischen Vorhaben sind mit den Stabilitätsvereinbarungen in der Währungsunion nicht kompatibel. Ihre wirtschaftspolitischen Vorstellungen werden kaum das schwache Potenzialwachstum fördern. Die heutigen Gerüchte, dass die beiden populistischen Parteien die Rückzahlung der von der EZB gekauften Anleihen in Frage stellen, ist vielleicht nur ein Vorgeschmack auf das, was noch alles kommen könnte. Sie beenden die Diskussion über eine realistische Vertiefung der Währungsunion. Es ist absehbar, dass die EU und die Währungsunion als Sündenbock für weiter stagnierende Pro-Kopfeinkommen in Italien erhalten müssen. Gerechtfertigt ist das keineswegs. Ohne den Stabilitätsanker der Währungsunion wäre die Finanzierung der italienischen Staatsschuld spätestens in der Finanzkrise unmöglich geworden.

Das geringe Potenzialwachstum hat sich seit der Finanzkrise sogar noch einmal abgeschwächt

Mit der Lega Nord und der Fünf-Sternebewegung stehen zwei populistische Parteien vor der Regierungsübernahme in Rom. Die italienischen Wählerinnen und Wähler haben allen Grund mit den Leistungen ihrer bisherigen Regierungen unzufrieden zu sein: Während das Bruttoinlandsprodukt in der gesamten Währungsunion seit ihrem Beginn Anfang 1999 um 26% anstieg, erhöhte es sich in Italien um lediglich 6%. Dieser Wert beinhaltet sogar noch den Effekt einer steigenden Bevölkerung. Betrachtet man stattdessen das Pro-Kopfeinkommen so schmilzt jegliches Wachstum komplett daher. Der Trend seit der Finanzkrise hat sich sogar noch einmal verschlechtert. Aktuell sind die Pro-Kopfeinkommen 14% niedriger als das Niveau, das sich eingestellt hätte, wenn sie mit der durchschnittlichen Rate der 10 Jahre vor der Finanzkrise gewachsen wären.

Italien hat beim Wachstum die rote Laterne in der Währungsunion

Es sieht auch nicht so aus, als wenn sich an der unterdurchschnittlichen Performance der italienischen Wirtschaft schnell etwas ändern würde. Die OECD schätzt das Potenzialwachstum in Italien um ein Prozent niedriger ein als in der gesamten Währungsunion. Die EU-Kommission erwartet für dieses und nächstes Jahr in Italien mit 1,5% bzw. 1,2% ein schwächeres Wachstum als in allen anderen Ländern der Währungsunion. Zentral und symptomatisch für die italienische Wachstumsschwäche scheint die extrem schwache Investitionstätigkeit zu sein, die mit einer seit Jahren nicht mehr steigenden Stundenproduktivität einhergeht.

Italiener sind überdurchschnittlich EU-kritisch

Die Fünf-Sternebewegung und die Lega Nord haben ihren Wählern fiskalisch viel versprochen. Mit den europäischen Stabilitätsbedingungen werden die massiven Steuerensenkungen, eine Revision der Rentenreform von 2011 oder ein Grundeinkommen in den geplanten Ausmassen kaum kompatibel sein. Ein Clash mit der EU scheint vorprogrammiert. Den beiden populistischen Parteien mag dies sogar gelegen kommen, ist doch die Opposition zu der EU und ihren Regulierungen und Beschränkungen eines der Themen, die sie verbindet. Es dürfte absehbar sein, dass die Gründe für die wirtschaftliche Schwäche weiter nicht in der niedrigen Investitionsquote und dem geringen Produktivitätswachstum im Inland gesucht werden dürften. Stattdessen könnten die beiden Parteien die relativ europakritische Stimmung der Bevölkerung weiter ausbauen. Bereits jetzt liegt gemäss der Eurobarometer-Umfrage das Vertrauen in die EU mit 34% niedriger als im EU-Durchschnitt. Während sich 70% in der EU insgesamt als EU-Bürger fühlen, würden dies in Italien nur 54% von sich behaupten – ein geringerer Wert als in UK, der nur noch in Griechenland untertroffen wird. Ein ähnliches Bild ergibt sich beim Euro. Eine Mehrheit der Italiener befürwortet zwar den Euro, dieser Zuspruch fällt aber geringer aus als in allen anderen Ländern der Währungsunion.



Finanzmarktkolumne

16. Mai 2018

Die gemeinsame Währung ist für Deutschland zu schwach und für Italien zu stark

Das geringe Wachstum Italiens auf einen zu starken Wechselkurs zu schieben, liegt allerdings nahe. Ganz falsch ist das natürlich nicht, selbst wenn Italien inzwischen Handelsbilanzberschusse erwirtschaftet. Umgekehrt profitiert die deutsche Exportindustrie von einer zu schwachen Währung. So würde wohl auch kaum jemand daran zweifeln, dass eine eigene deutsche Währung real höher bewertet wäre und eine italienische Währung real niedriger. Entsprechend geringer wäre das Gewicht des deutschen Exportsektors an der Beschäftigung und des BIP, während es in Italien umgekehrt wäre. Ausdruck der makroökonomischen Ungleichgewichte innerhalb der Wahrungunion und innerhalb Deutschlands bleibt der deutsche Leistungsbilanzüberschuss von rund 8% in diesem und letztem Jahr. Die Hoffnung, dass ein flexiblerer Arbeitsmarkt die Lenkungswirkungen eines flexibleren nationalen Wechselkurses ersetzen würden, hat sich nicht bestätigt. Dazu hätte es deutlich höhere Lohnabschlüsse in Deutschland geben müssen und zumindest vor der Finanzkrise niedrigere in Italien.

Es ist leicht die Vorteile eine Wahrungunion zu vergessen, wenn man bereits drin ist.

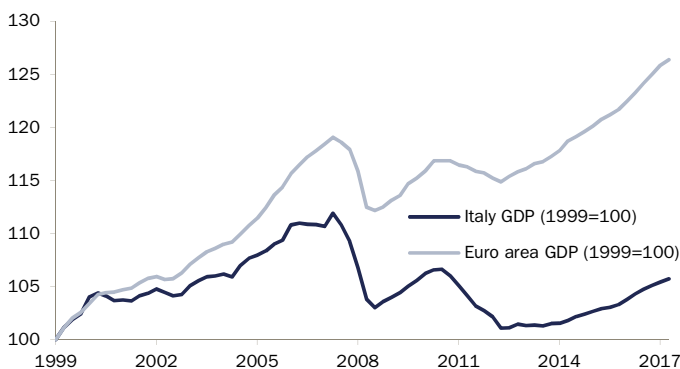
Es ist häufig zu hören, dass sich Italien mit einer eigenen Währung besser entwickeln würde, da es dann wieder über das Instrument der Abwertung verfügen würde. Das ist zwar richtig, kommt allerdings auch nicht umsonst. Noch Anfang 1996 lagen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in Italien bei über 10% und die Inflationsrate bei über 5%. Es resultierten Realzinsen von ebenfalls knapp 5%. Dies trug dazu bei, dass der italienische Staat 11% des BIP für Zinszahlungen ausgeben musste. Dieser Wert liegt inzwischen bei nur noch gut 4%. Die Aufgabe des Euro und die Wiedereinführung einer eigenen Währung hätten drei eindeutige Konsequenzen. (1) Höhere Inflationsraten, (2) höhere Realzinsen und als Konsequenz daraus (3) so stark ansteigende Nominalzinsen, dass der italienische Schuldenberg nicht mehr zu finanzieren wäre.

Die heutigen Gerüchte sind alarmierend und streuen Sand in das Getriebe einer Vertiefung der Wahrungunion

Es ist zu befürchten, dass die wahrscheinliche Regierungskoalition mit den anti-europäischen Ressentiments in Italien spielt. Die heutigen Gerüchte, dass die beiden Parteien, die Europäischen Verträge und die fiskalischen Regeln revidieren möchten sowie die von der EZB gekauften Anleihen nicht zurückzahlen wollen, bieten einen Vorgeschmack darauf, was an Diskussionen alles denkbar ist. Wir gehen nicht davon aus, dass die derzeitigen wirtschaftspolitischen Vorschläge aus Italien auch tatsächlich umgesetzt werden. Sie werden aber dennoch nachhaltig wirken, da sie extrem deutlich machen, wie wenig sie mit den französischen Vorstellungen einer Vertiefung der Wahrungunion oder der deutschen oder nordeuropäischen Stabilitätskultur zu tun haben. Eine stärkere gemeinsame Haftung oder das Poolen von Risiken beispielsweise über eine europäische Einlagensicherung braucht in diesem Umfeld nicht weiter diskutiert zu werden – die Vergabe des Karlspreises nach Italien so schnell wohl ebenso nicht.

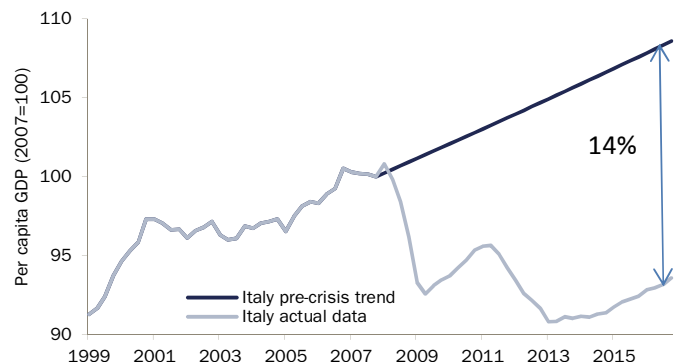
Makrons Vorstellungen brauchen so nicht weiter diskutiert zu werden

Nur geringes BIP-Wachstum in Italien im Vergleich zur Wahrungunion insgesamt



Source: Datastream, J. Safra Sarasin, 11.05.2018

Das Pro-Kopfeinkommen in Italien bleibt niedriger als vor der Krise und ungefähr auf dem Niveau vor Beginn der Wahrungunion



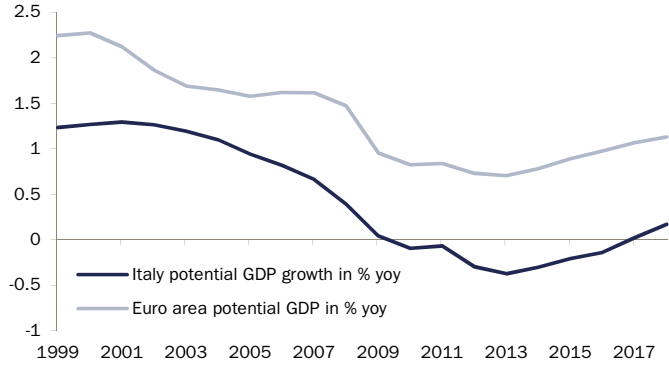
Source: Datastream, J. Safra Sarasin, 11.05.2018



Finanzmarktkolumne

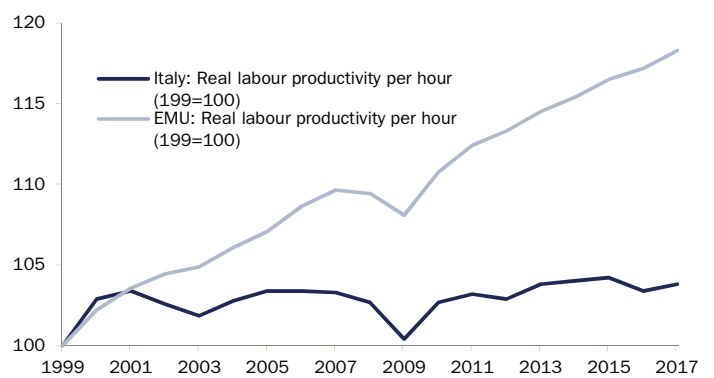
16. Mai 2018

Das Wachstumspotenzial von Italien bleibt deutlich unter dem der Währungsunion



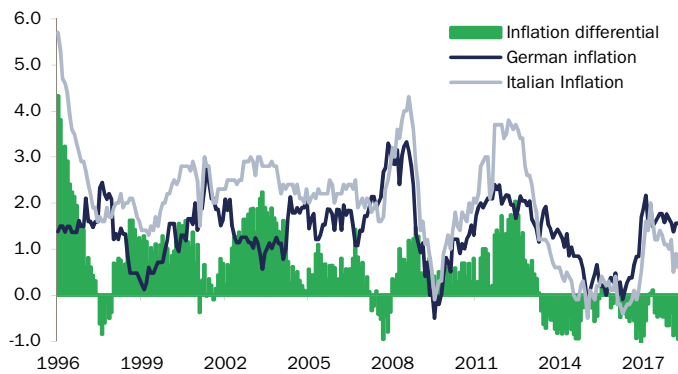
Source: Datastream, J. Safra Sarasin, 11.05.2018

Die Arbeitsproduktivität steigt in Italien kaum an und begrenzt das Wachstumspotenzial



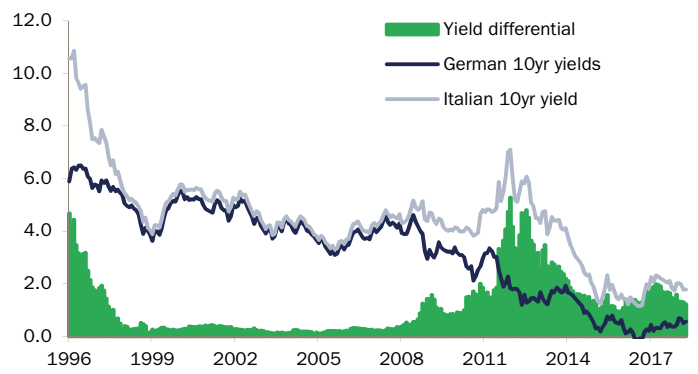
Source: Datastream, J. Safra Sarasin, 11.05.2018

Italienische Inflationsraten sind dank der Währungsunion deutlich gefallen



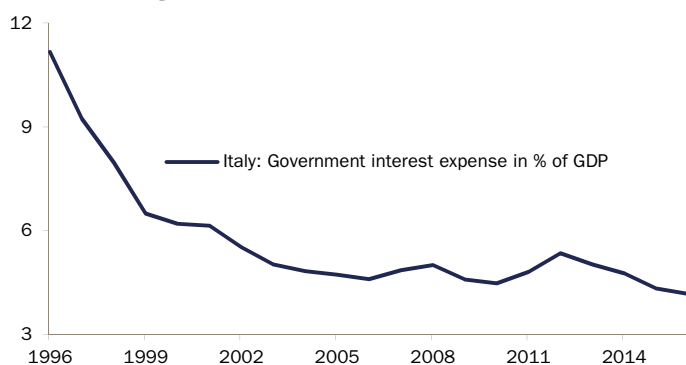
Source: Datastream, J. Safra Sarasin, 14.05.2018

Italien profitiert von Zinsniveaus, die seitdem sich die Teilnahme an der Währungsunion abzeichnete deutlich gefallen sind



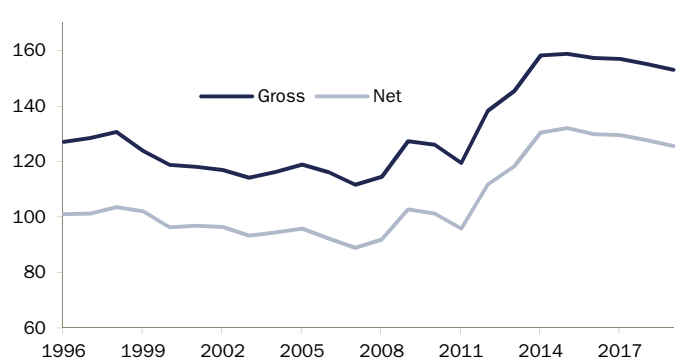
Source: Bloomberg, Datastream, J. Safra Sarasin, 14.05.2018

Zinszahlungen in % des BIP sind durch den Beitritt zur Währungsunion deutlich gefallen



Source: Datastream, J. Safra Sarasin, 11.05.2018

Staatsschulden in % des BIP von dem Maastricht-Wert von 60% weiter stark entfernt



Source: Datastream, J. Safra Sarasin, 11.05.2018



Finanzmarktkolumne

16. Mai 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

16. Mai 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

16. Mai 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