



## Europa im Durcheinander

### Dr. Karsten Junius, CFA

Chief Economist

karsten.junius@jsafrasarasin.com

+41 58 317 32 79

**Die italienische Regierungsbildung schreckt die Finanzmärkte auf und erinnert daran, dass die Währungsunion einen italienischen Schuldenausfall nur schwer überleben würde. Noch ist es aber nicht so weit und eine begrenzte fiskalpolitische Expansion könnte Italien und den Euro sogar stabilisieren. So lange aber Wirtschaftspolitik jeweils nur mit nationaler Brille konzipiert wird, ändert sich an der Stabilität der Währungsunion nicht viel.**

### Die Wirtschaftspolitik in der Währungsunion orientiert sich immer noch zu stark an nationalen Präferenzen

In Europa reden mal wieder alle aneinander vorbei. Immerhin möchte man meinen- es wird wieder über Europa diskutiert- etwas, was beispielsweise im deutschen Wahlkampf im letzten Jahr fast komplett gefehlt hat. Die Notwendigkeit scheint nun etwas gestiegen zu sein. Der Versuch von populistischen Parteien eine Regierung in Italien zu bilden, droht unerwünschte Antworten zu geben, auf Fragen, die zu lange vermieden wurden. Und auch die Finanzmärkte geben Antworten auf Probleme, die zu lange ungeklärt bleiben. Der Anstieg der Zinsdifferenz zwischen 10-jährigen deutschen und italienischen Staatsanleihen auf über 200 Basispunkte sagt alles. Die Währungsunion ist inhärent instabil. Sie ist dies nicht nur im institutionellen Sinne, sondern auch im politischen. Es gibt keine wirksamen politischen Mittel, nationale Regierungen dazu zu bringen, eine Wirtschaftspolitik zu betreiben, die zur Stabilität des Euroraums beiträgt. Die deutsche Politik tut dies sicherlich nicht in ihrem Beharren auf Haushaltsüberschüsse und einem Lohnniveau, das zu Leistungsbilanzüberschüssen führt, die global einmalig sind. Im Gegenteil – der Titel des Exportweltmeisters wird mit Stolz getragen.

### Strukturreformen allein helfen wenig – eine expansive Fiskalpolitik allein auch nicht

In diesem Umfeld verwundert der Aufruf der 154 deutschen Wirtschaftsprofessoren, die letzten Montag in der FAZ vor einer Haftungsunion sowie den europapolitischen Vorstellungen von Macron und Juncker warnen. Ihr Vorschlag Strukturreformen voranzubringen, mag zwar richtig sein, er geht aber auch an der ökonomischen und politischen Realität in den meisten Ländern der EWU vorbei. Zumindest ein Teil der italienischen Parteien wurde nicht gewählt, weil sie Strukturreformen, sondern weil sie eine expansivere Fiskalpolitik versprochen hat. Dies mag angesichts eines positiven Primärsaldos und einer steigenden gesamtwirtschaftlicher Sparquote sogar tendenziell nicht komplett verkehrt sein. Gleichwohl funktioniert eine expansivere Fiskalpolitik nur dann, wenn nicht gleichzeitig das mittelfristige Produktionspotenzial reduziert wird. Die Absicht der italienischen Regierung, die Pensionsreform zurückzunehmen, hätte aber genau diesen Effekt.

### Die Defizit-Prozeduren im Rahmen des Europäischen Semesters der EU-Kommission sind zu langwierig und basieren auf der Annahme kooperativer Regierungen

Einen effektiven Mechanismus, die italienische Regierung von einem übermässigen fiskalischen Stimulus abzuhalten, besitzt Europa nicht. Das Europäische Semester mit seinem Defizit-Prozeduren und Politikvorschlägen ist hier mehr ein zahnlöser Tiger und wird zu Recht kaum mehr in der Öffentlichkeit diskutiert. Im Zweifelsfall wäre es in der Lage, Italien bei Nichtbeachtung der Kommissionsvorschläge zu einer zinslosen Zwangseinlage von 0,2% des BIP zu verurteilen. Diese wäre dann vermutlich in der ersten Hälfte 2020 zu leisten. Also in knapp 2 Jahren – ein Zeitraum, der zum einem die Halbwertszeit italienischer Regierungen übersteigt und zum anderem noch viel stärker die Geduld der Anleihemärkte. Hier aber setzt ein anderer Mechanismus ein, der diesen Donnerstag von der EU-Kommission vorgestellt wurde.

### Es dürfte im Gegenteil anzunehmen sein, dass eine Geldstrafe aus Brüssel kontraproduktiv ist, da sie einer europakritischen Bevölkerung wie in Italien noch eher das Gefühl gibt, allein gelassen zu werden.

### Sovereign bond-backed securities (SBBS) sollen mittels Diversifikationseffekten die Investitionsrisiken reduzieren

Einer der Schwachpunkte der EWU ist die enge Verbindung von der Bonität von Regierungen und den Banken eines Landes. Um diesen Link zu brechen, soll versucht werden, den home bias der Portfolioinvestitionen von Banken zu schwächen. Möglich sein könnte dies mittels der Zurverfügungstellung von einem grösseren Volumen an sicheren Anleihen. Dazu soll die Regulierung von sogenannten sovereign bond-backed securities



(SBBS) geändert werden, sodass Banken einen stärkeren Anreiz haben in Anleiheprodukte zu investieren, die aus einem Pool an Staatsanleihen bestehen. Dagegen ist zunächst wenig zu sagen. Wir bezweifeln jedoch auch, dass die Existenz von SBBS einen grossen Unterschied machen würde. Erstens, können Banken bereits jetzt ihr Staatsanleihenrisiko einfach diversifizieren. Zweitens, konnte in der Vergangenheit beobachtet werden, dass nationale Krisen in der EWU schnell systemisch werden können, sodass die Diversifikationseffekte im Krisenfall dahin schmelzen. Drittens, ist es nicht klar, ob ein geringerer home bias die systemischen Risiken in der EWU reduziert oder erhöht. Jahrelang wurden Investoren in Europa beruhigt, dass die hohen italienischen Staatsschulden kein Grund zur Besorgnis seien, da sie hauptsächlich von Italienern selbst gehalten würden und Ansteckungseffekte auf andere Länder im Krisenfall daher begrenzt seien. Während italienische Banken mittels SBBS nun ihre italienischen Risiken reduzieren würden, erhöhten sie sich in anderen Ländern. Vor allem würden sich die Anreize für die italienische Regierung verändern, da sie die von Inländern zu tragenden Kosten eines Zahlungsausfalls reduzierten.

## **Nicht-kooperative, populistische Schuldner sind in einer starken Verhandlungsposition**

Keine Regierung hat einen Anreiz auf seine Schulden auszufallen. Aber wie würden sich populistische und europakritische Regierungen verhalten, die die EU die EWU und viele der europäischen Regeln und Prozeduren eh ablehnen? Neue europäische Regulierungen sollten daher stärker berücksichtigen, dass im gegenwärtigen Umfeld nicht-kooperative Nettoschuldner bei entsprechender Grösse in einer besseren Verhandlungsposition sind als kooperative Gläubigerländer. Die Drohung, im Zweifelsfall die Währungsunion zu verlassen, würde alle Länder stark treffen und so Zugeständnisse wahrscheinlicher machen.

## **Neue Politikvorschläge müssen nicht nur wirtschaftlich, sondern auch politisch im aktuellen Umfeld tragbar sein**

Wir unterstützen wirtschaftspolitische Massnahmen, die den Euro stabiler machen. Dabei sollte berücksichtigt werden, dass nationale Wirtschaftspolitiken, die in der Vor-Europhase funktioniert haben, nun nicht mehr unbedingt funktionieren und vor allem nicht in allen Ländern gleich angenommen würden. Technisch ausgefeilte Regeln und Anreize in der Währungsunion mögen helfen – aber nur dann, wenn sie an der ökonomischen Realität der Wähler nicht vorbei gehen. Die politischen Realitäten würden sich sonst entsprechend ändern, sodass eine Konsensfindung im europäischen Kontext immer schwieriger wird. Italien scheint auf diesem Weg leider weiter fortgeschritten zu sein, als es die Märkte bislang wahrgenommen haben. Eine begrenzte Ausweitung des Haushaltsdefizites erscheint uns jedenfalls als geringeres Übel als eine unbegrenzte Ausweitung der Zinsdifferenzen – eine Gratwanderung, die vor allem für eine neue Regierung nicht einfach ist.



# Finanzmarktkolumne

28. 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

28. 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

28. 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