



Keine EZB-Spezialbehandlung für Italien

Dr. Karsten Junius, CFA

Chief Economist

karsten.junius@jsafrasarasin.com

+41 58 317 32 79

EZB-Präsident Draghi hat auf der letzten Pressekonferenz deutlich gemacht, dass Italien auf keine besondere Hilfe von der EZB bauen kann, wenn das aktuelle Anleihekaufprogramm ausläuft. Es müsse selbst sehen, wie Anleiheinvestoren den bald zu erwartenden Haushaltsplan beurteilen würden. Fällt diese zu negativ aus, könnte die bislang stabile Staatsschuldenquote auf einen explosiven Pfad geraten. Um dies zu vermeiden, müsste Italien vor allem sein Wachstumspotenzial in Richtung EU-Durchschnitt erhöhen.

Die EZB wird keine Politik betreiben, die speziell die Risikoprämien Anleihen einzelner Länder begrenzen

Dass EZB-Draghi Fragen zu Italien und dessen Finanzierungsperspektiven bekommen würde, war vor der Pressekonferenz nach dem Zentralbankratstreffen am letzten Donnerstag zu erwarten. Überraschend war, wie klar er herausstellte, dass Italien bei seiner Haushaltspolitik nicht auf besondere Finanzierungsunterstützung der EZB bauen dürfte. Es sei nicht die Aufgabe der EZB die Staatsfinanzierung unter allen Umständen sicherzustellen, stattdessen würden Investoren das neue Budget beurteilen. Auch signalisierte er, dass die Wiederanlage von zukünftig zurückgezahlten Anleihen im Besitz der europäischen Zentralbanken weiterhin nach dem Kapitalschlüssel verteilt würden – das heisst, es würden auch zukünftig nicht überproportional viele italienische Anleihen erworben. Stattdessen würde er erwarten, dass sich Italien an die europäischen Regeln hält.

Unklarheit über die Haushaltspläne der italienischen Regierung wird sich bald auflösen

Genau das hat die italienische Regierung aber nicht immer klar signalisiert. Mal scheint sie den Konflikt mit Brüssel zu suchen und pocht auf die Umsetzung der teuren Wahlversprechen wie des bedingungslosen Grundeinkommens, deutlicher Steuersenkungen oder der Rücknahme der Rentenreform, mal verspricht sie keine übermässige Defizitausweitung. Klar erscheint lediglich, dass die Finanzmärkte relativ schnell über die Nachhaltigkeit des Haushaltsvorschlages mit fallenden oder steigenden Renditen italienischer Anleihen urteilen werden; in jedem Fall schneller und entscheidender, als die EU-Kommission, die vermutlich Anfang November, den am 15. Oktober fälligen Budgetvorschlag kommentieren wird. Die Kommission wird sodann Vorschläge machen, die die einzelnen Länder implementieren können, aber nicht müssen, wenn sie ihrem Budget formell im Dezember Gesetzeskraft verleihen. Bis zu Sanktionen wäre es aber noch ein sehr weiter Weg.

Die Finanzmärkte werden der italienischen Regierung weniger Zeit geben als die EU-Kommission

Wirklich kritisch sahen die letzten italienischen Haushalte nicht aus. Mit schöner Regelmässigkeit konnte die Regierung Primärüberschüsse erzielen – d.h. sie wies abgesehen von den Zinszahlungen auf bestehende Schulden einen mindestens ausgeglichenen Haushalt auf. Da die italienische Wirtschaft gleichzeitig Leistungsbilanzüberschüsse produzierte, bleibt die aggregierte Nettoverschuldung des privaten und öffentlichen Sektors im Ausland bei moderaten 15% des Bruttoinlandsproduktes. Das bedeutet auch, dass der mit rund 130,7% des BIP verschuldete Staat hauptsächlich bei den eigenen Haushalten und Banken in der Kreide steht. Dies reduziert für jede Regierung massiv den Anreiz sich mittels eines Zahlungsausfalls wieder finanzielle Luft zu verschaffen. Die von manchen Beobachtern geäusserte Befürchtung, die italienische Wirtschaft könnte mit einem Zahlungsausfall, Euro-Ausstieg und Nicht-Begleichung von Target2-Salden glaubhaft drohen, halten wir daher für übertrieben. Sicherlich ist das Verhältnis von Schulden zu BIP zu hoch, solange dies allerdings stabil bleibt, liefert es keine akute Bedrohung.

Die Schuldenquote droht aufgrund des schwachen Wachstums anzusteigen

Potenziell beunruhigend ist an der italienischen Verschuldung allerdings das Verhältnis von Zinszahlungen zu nominalem Wachstum. Dieser sogenannte Schneeballeffekt, be-



Finanzmarktkolumne

18. September 2018

stimmt, ob die Schuldenquote, also das Verhältnis von Schulden zu nominalem BIP, ansteigt oder fällt. Bei einem exklusive Zinszahlungen ausgeglichenen Haushalt – also einem Primärsaldo von null – steigen die Schulden genau um die Zinszahlungen an. Wenn das nominale BIP prozentual um genau die gleiche Summe ansteigt wie die Schulden, bleibt die Schuldenquote konstant. Steigt das nominale BIP kräftiger an, fällt die Schuldenquote sogar. Bei Italien ist dies allerdings nicht der Fall. Es ist sogar das einzige Land in der Währungsunion gewesen, das 2017 einen positiven Primärsaldo benötigte, um die Schuldenquote konstant zu halten. Schuld daran sind kaum die zu hohen Zinsen. Dank EZB-Kaufprogrammen und Niedrigzinspolitik sind sie extrem niedrig. So sank der Anteil am des BIP, den Italien zur Zinszahlung aufwenden muss in den letzten Jahren kontinuierlich. Noch 1996 lag er bei 10%, 2003 bei 5% und inzwischen lediglich bei 2,8%. Grund für den negativen Schneeballeffekt war vielmehr das extrem schwache Wachstum Italiens. So lag das Produktivitäts- und das Potenzialwachstum in Italien in den letzten Jahren deutlich unter dem Währungsunionsdurchschnitt und unter dem von Spanien, das mühsame Strukturreformen durchgeführt hatten.

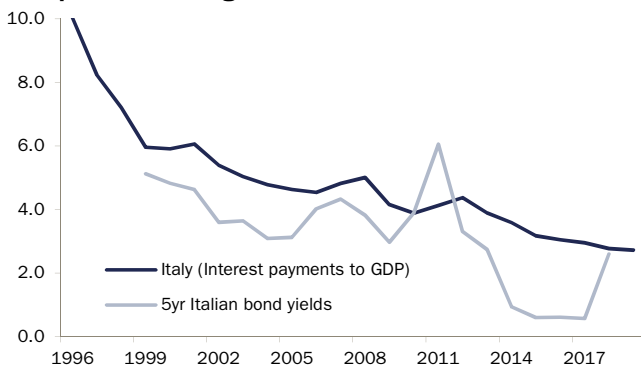
Bei zu hohen Marktzinsen droht die Schuldenquote ausser Kontrolle zu geraten

Besser wird es nicht. Die bislang immer weiter gefallen Marktinzinsen haben seit Sommer gedreht. Gelingt es der italienischen Regierung nicht die Finanzmärkte zu beruhigen, sodass sich die Risikoaufschläge für italienische Anleihen zurückgehen, werden auch die durchschnittlichen Kuponzahlungen bald wieder anziehen. Unseren Simulationen zufolge kann die italienische Schuldenquote bei 130% des BIP konstant gehalten werden, wenn der Durchschnittszins und das nominale Wachstum 2% betragen. Steigt allerdings der Zinssatz auf durchschnittlich 4% an, müsste bereits ein Primärüberschuss im Staatshaushalt von auf Dauer 2,5% erwirtschaftet werden. Ökonomisch möglich ist das, politisch dürfte es aber vor allem für populistische Regierungen zunehmend schwierig werden.

Kein free lunch für Italien

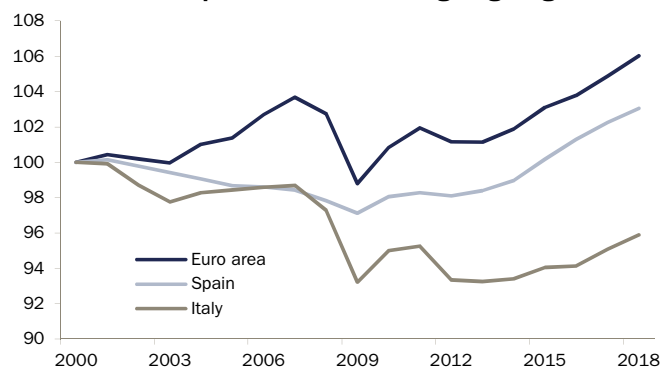
Wir halten eine begrenzte fiskalpolitische Stimulierung der italienischen Wirtschaft nicht per se für problematisch. Sie sollte allerdings innerhalb der europäischen Regeln und investiven statt konsumtiven Charakter haben, somit das Wachstumspotenzial fördern. Die bisherigen Ankündigungen der italienischen Regierung machen wenig Hoffnung, zumindest das Überraschungspotenzial ist damit klar auf der positiven Seite.

Italien profitiert bislang von stark fallenden Zinsniveaus



Source: Ameco Database, J. Safra Sarasin, 17.09.2018

Italiens Wachstumspotenzial bleibt bislang zu gering



Source: Ameco Database, J. Safra Sarasin, 17.09.2018



Finanzmarktkolumne

18. September 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

18. September 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

18. September 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