



Italien vor einem Defizitverfahren

Dr. Karsten Junius, CFA

Chief Economist

karsten.junius@jsafrasarasin.com

+41 58 317 32 79

Alex Rohner

Fixed Income Strategist

alex.rohner@jsafrasarasin.com

+41 58 317 32 24

Die italienische Regierung versucht, den Stabilitäts- und Wachstumspakt auszuhebeln

EU-Kommission hat Eröffnung eines Defizit-Verfahrens vorgeschlagen – ein langwieriger Prozess

Es bleibt die Frage, wie weit und wie lange die Risikoprämien italienischer Anleihen noch steigen können bevor die Staatsverschuldung auf einen explosiven Pfad gelangt. Wir haben dies für verschiedene Wachstumspfade simuliert.

Die italienische Regierung bleibt bei ihrem Konfrontationskurs gegenüber der EU-Kommission und der Absicht das Haushaltsdefizit abweichend von früheren Vereinbarungen auf über 2% zu erhöhen. Wir erwarten, dass sie diesen Kurs bis zu den Europawahlen im Mai beibehält, um so auf einer Welle EU-kritischer Ressentiments, ihren Stimmenanteil zu maximieren. Die gestiegenen Zinsaufschläge italienischer Anleihen verteuern die Neukreditaufnahme, erschweren die mittelfristige Stabilisierung der Staatsverschuldung und belasten den privaten Sektor, was die Wachstumsdynamik bereits in den nächsten Monaten weiter abschwächen könnte.

Die italienische Regierung lässt sich nicht beirren – weder von der EU-Kommission, noch dem Internationalen Währungsfonds, noch von Landsmann Draghi an der Spitze der Europäischen Zentralbank (EZB). Sie bleibt bei ihren expansiven Haushaltsplänen. Dass diese den Vereinbarungen mit der EU-Kommission und den europäischen Fiskalregeln widersprechen und daher Widerspruch aus Brüssel provozieren, scheint sie für die italienische Regierung nur noch attraktiver zu machen. So lässt sich leicht ein Feindbild aufbauen, gegen das sie für das vermeintliche Wohl des italienischen Volkes kämpfen kann. Umfragen zeigen, dass die Strategie von Lega-Chef Salvini aufgeht. Seine Popularität ist seit der Bildung der Koalitionsregierung mit der 5-Stern Partei deutlich angestiegen. Daher wird er seine Strategie vor der Europawahl wohl kaum ändern und hat stattdessen eher den Schulterschluss mit anderen EU-kritischen Parteien anderer Länder suchen.

Der EU-Kommission wird es kaum möglich sein, substantiell auf die italienische Regierung zuzugehen – zu weit liegen die Vorstellungen der italienischen Regierung von dem europäischen Regelwerk entfernt. Dabei geht es nicht nur um das Defizit. Auch die optimistische Wachstumsannahme, auf der die erwarteten Steuereinnahmen basieren, wird kritisiert. Eigentlich sollen die Wachstumsannahmen für die Haushaltsplanungen von einer regierungsunabhängigen Institution gemacht werden. Das ist in Italien aber ebenso noch nicht der Fall. Angesichts der vielen Ausnahmen, die Italien in der Vergangenheit gewährt wurden, dürfte eine erneute Ausweitung des Haushaltsdefizits kaum von der EU toleriert werden können, wenn sie die Fiskalregeln nicht komplett aufgeben möchte. Die Kommission hat daher mit dem heutigen Bericht den ersten Schritt für die Aufnahme eines Defizitverfahrens gemacht. Dieses beinhaltet zu einem späteren Zeitpunkt die Möglichkeit eine unverzinsliche Einlage von 0,2% von Italien zu verlangen. Wenn die italienische Regierung das europäische Fiskalregelwerk auch dann weiter verletzt, kann ihr eine Strafe von bis zu 0,5% des BIP auferlegt werden. Soweit wird es aber wohl kaum kommen.

Schneller als die europäischen Sanktionsmechanismen sind normalerweise die der Finanzmärkte. Unsere Simulationen zeigen, dass die italienische Haushaltspolitik nicht nachhaltig ist, wenn die Risikoaufschläge auf der gegenwärtigen Höhe bleiben und sich die Zinsen so entwickeln, wie es derzeit in der Zinsstrukturkurve von den Finanzmärkten eingepreist wird. Die höheren Refinanzierungskosten würden in den nächsten Jahren zu immer höheren Zinskosten führen, d.h. die notwendigen italienischen Budgetüberschüsse vor Zinsen müssten deutlich ansteigen, um den Schuldenstand konstant zu halten. Diese sind aber mit einer auf Wahlgewinnen basierten Finanzpolitik nicht zu schaffen. Kaum zu verhindern wäre dann eine steigende Schuldenquote sowie ein weiterer Vertrauensverlust der Finanzmärkte und Ratingagenturen. Aktuell ist Italien nur zwei Stufen vom «Ramsch-Status» entfernt. Sollte es diesen erreichen, dann wären seine Anleihen nicht mehr bei der EZB sicherheitenfähig. Banken könnten sich dann kaum mehr refinanzieren und die Liquiditätsversorgung der italienischen Wirtschaft bräche zusammen. Damit wäre Italien auch nicht mehr in der Lage, neue Anleihen am Markt zu begeben.



Finanzmarktkolumne

21. November 2018

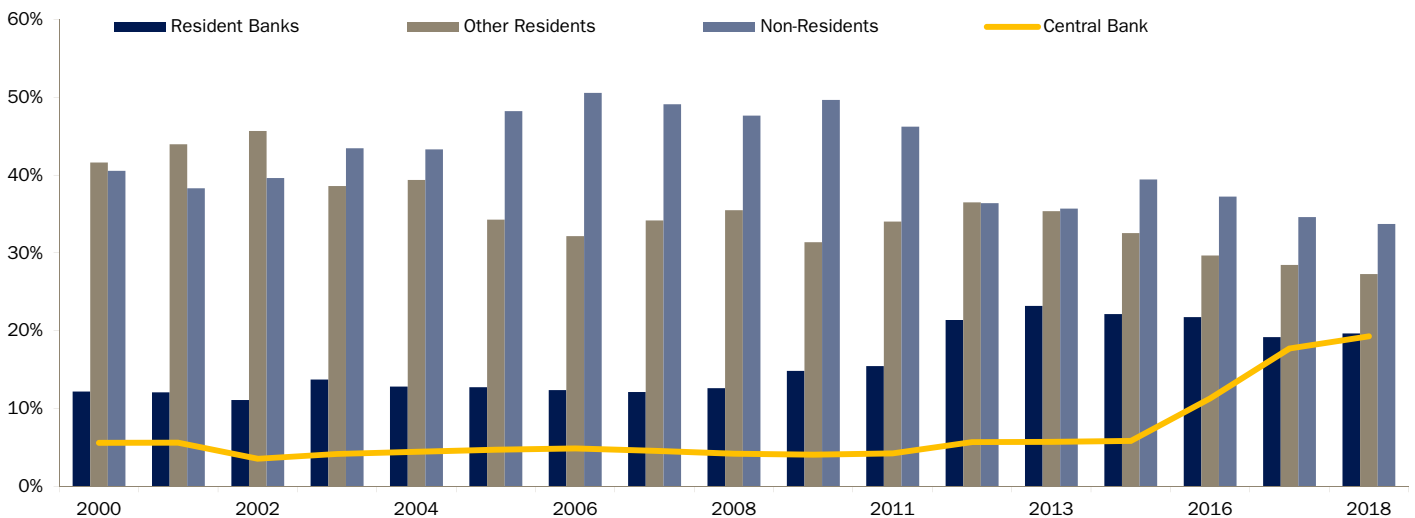
Viele langlaufende Staatsanleihen, die 2019 refinanziert werden müssen, weisen noch Zinskupons auf, die deutlich höher liegen als das aktuelle Zinsniveau

Was unsere Simulationen aber auch zeigen ist, dass die durchschnittliche Verzinsung italienischer Staatsanleihen und damit ihre Belastung für den Staatshaushalt im nächsten Jahr erst noch einmal leicht sinken. Allerdings drängt die Zeit, denn der italienische Privatsektor ist in der Regel nicht so langfristig finanziert wie der Staat. Steigende Zinsniveaus werden die Rentabilität mancher Investitionen reduzieren und so zu einer geringeren Kreditvergabe und Investitionstätigkeit führen. Die Aussichten für die italienische Wirtschaft werden dadurch belastet, was wiederum die Finanzstabilität weiter verschlechtert: ein Teufelskreis. Bislang konnte Italien darauf zählen, dass die EZB mit immer neuen Liquiditätsprogrammen und geldpolitischen Massnahmen aushilft. In Zeiten fallender Arbeitslosenquoten in der Währungsunion, steigender Kerninflationsraten und knapper Kapazitätsreserven wird dies immer unwahrscheinlicher. In der Tat beabsichtigt die EZB, die Nettoanleihekäufe ab 2019 einzustellen. Somit werden wohl hauptsächlich italienische Sparguthaben für den Kauf des zusätzlichen Anleiheangebots erhalten müssen.

Die aktuelle italienische Regierung würde kaum den Auflagen zustimmen, die mit Nothilfen der europäischen Institutionen verbunden wären

Sollte sich die Situation zu einer Schuldenkrise zuspitzen, haben die europäischen Institutionen die Möglichkeit Hilfsprogramme aufzulegen. OMT, ESM, ELA – jede Menge Akronyme wurden u.a. für diesen Zweck etabliert. Allerdings dürfte eines klar sein: Nothilfen für Italien würde es nur unter strengen Auflagen und fiskalischen Einschnitten geben. Es ist allerdings kaum vorstellbar, dass die aktuelle Regierung diesen zustimmen würde. Sie könnte sonst bereits jetzt einen Kurs einschlagen, der ihre Fiskalpolitik nachhaltiger machen würde.

Anteile der wichtigsten Halter italienischer Staatsanleihen in %: Zentralbankanteil steigt stark an



Source: Brügel Sovereign Debt Database, J. Safra Sarasin, 21.11.2018



Finanzmarktkolumne

21. November 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

21. November 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

21. November 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