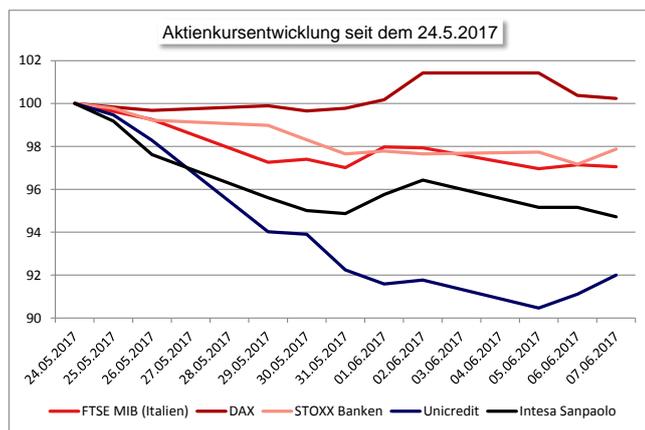


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Italien: Unsicherheiten rund um Neuwahlen bewegen die Märkte

Allein schon auf Gerüchte, dass noch dieses Jahr in Italien ein neues Parlament gewählt werden könnte, reagierte der italienische Aktienmarkt mit Kursabschlägen. Während der DAX seit dem 24. Mai 2017 ein leichtes Plus verzeichnete, notierte der italienische Aktienindex rund 3% im Minus. Noch stärkere Kursabschläge mussten die italienischen Banken hinnehmen. Die solide Intesa Sanpaolo verlor mehr als 5%, die größte italienische Bank Unicredit sogar 8% an Wert. Auch italienische Staats- und Unternehmensanleihen notierten schwächer als andere europäische Rententitel.

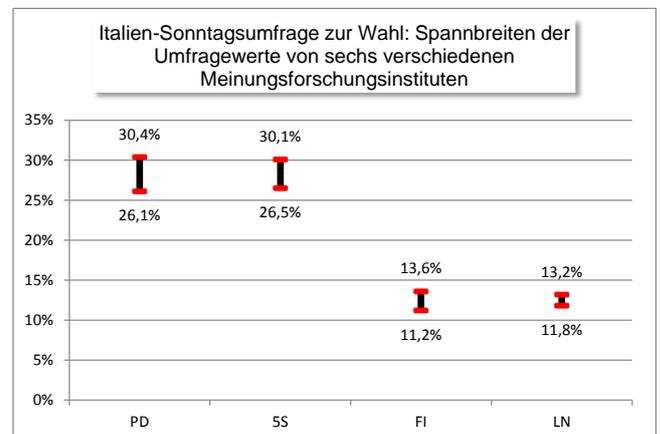
Heute sorgten Meldungen, dass die für Neuwahlen notwendige Wahlrechtsreform gescheitert sein könnte, entsprechend für eine Kurserholung bei Aktien und Anleihen. Die politische Lage in Italien bleibt jedoch so unklar, dass man sich als Anleger möglichst heute schon mit allen Eventualitäten einer Wahl in Italien befassen sollte.



Die treibende Kraft hinter einem früheren Abstimmungstermin als dem regulären Termin im Frühjahr 2018 ist Ex-Premierminister Matteo Renzi. Ihn bereitet wohl Sorge, dass sich der aktuelle Premierminister Gentiloni zu sehr profilieren und Renzi damit perspektivisch als Parteichef verdrängen könnte. Die anderen größeren Parteien konnten mit der Einführung einer Fünf-Prozent-Hürde gelockt werden, weil dies ihre relative Position stärken würde. Ein früher Wahltermin hätte den Vorteil, dass sich die kleinen Parteien wohl so schnell nicht zu Wahlbündnissen formieren oder zusammenschließen könnten.

Ein mögliches überraschendes Scheitern der Wahlrechtsreform belegt die politisch sehr schwierige Lage in Italien. Auf der einen politischen Seite stehen die Demokratische Partei (PD) von Ex-Ministerpräsident Matteo Renzi sowie die Forza Italia von Silvio Berlusconi (FI), die bei insgesamt großen inhaltlichen Differenzen die grundsätzlich pro-europäische Haltung eint. Auf der anderen Seite stehen die eher europakritische 5-Sterne-Bewegung von Beppe Grillo (5S) mit ihrem Kandidaten Luigi di Maio und die europaskeptische Lega Nord (LN), die insbesondere mit einer restriktiven Haltung in Bezug auf die Immigration bei Teilen der Bevölkerung punktet.

Die aktuellen Sonntagsumfragen ergeben ein komplexes Bild. Die beiden großen Parteien PD und 5S liegen nahezu gleichauf zwischen 26% und 31% der Stimmen in den verschiedenen Umfragen. Auch die beiden etwas kleineren Parteien sind mit jeweils 11% bis 14% nicht weit auseinander. Das für den Anleger günstigste Ergebnis, eine Mehrheit von PD und FI hat selbst bei einer Wahlreform mit einer 5%-Klausel nur eine Wahrscheinlichkeit 50%, ohne Hürde scheinen klare Mehrheitsverhältnisse fast aussichtslos zu sein. Zwar ist eine Koalition der 5S mit der LN unwahrscheinlich, da die politischen Köpfe schon fast verfeindet sein sollen und der Gründer der 5S, Beppe Grillo, Parteilianzen grundsätzlich ablehnt, aber eine Minderheitsregierung unter Führung der 5S mit wechselnden Mehrheitspartnern ist ebenso denkbar wie ein komplettes politisches Patt.



Für den Anleger bleiben erhebliche Unsicherheiten. Zum einen ist der genaue Wahltermin weiterhin unklar. Zwar waren sich die drei Parteien PD, 5S und FI über die Wahlrechtsreform im Parlament zunächst einig, doch zuletzt scheint die 5S ausgesichert zu sein. Widerstände gibt es zudem sowohl beim Senat als auch beim Präsidenten, die beide zustimmen müssen. 31 Senatsmitglieder haben sich in einem Schreiben gegen frühe Neuwahlen ausgesprochen. Kommen die Neuwahlen erst im Frühjahr 2018, atmen die Aktienmärkte kräftig auf.

Die Parteien sind so konträr in ihren politischen Ausrichtungen, dass allein der Wahlausgang Aktienkursbewegungen von plus oder minus 10 Prozent oder mehr auslösen kann. Die politische Agenda der 5S birgt reichlich Sprengstoff. Unklar ist zwar noch in weiten Teilen, mit welchem genauen Wahlprogramm die Bewegung an den Start gehen würde, aber einige der bisher vertretenen Eckpunkte könnten erhebliche Folgen für die Aktienmärkte haben. Beispiele mit wirtschaftlichen Auswirkungen wären:

- Ausstieg aus CETA, TTIP und anderen Handelsabkommen
- Verstaatlichung großer Telefongesellschaften wie Telecom Italia
- Abschaffung von Monopolen wie ENI oder ENEL
- Abschaffung von Aktienoptionen
- Trennung der Lebensmittelindustrie von allen Produktionsbetrieben.

Politisch wird entweder eine grundlegende Änderung der Nato oder ein Austritt aus dem Bündnis angestrebt. Hinzu kommt der Wunsch nach einer russlandfreundlicheren Politik und der Aufhebung der EU-Sanktionen. In Bezug auf die EU und den Euro ist die Bewegung zwar prinzipiell skeptisch gegenüber den bestehenden Institutionen eingestellt, sie jedoch dahingehend abzustempeln, dass sie den Euro abschaffen will, ist unberechtigt. Stark ausgeprägt ist vielmehr die Ablehnung der Austeritätspolitik. In der Regierungsverantwortung würde es vermutlich zu einer deutlich spürbaren Anpassung der Fiskalpolitik mit einem zumindest temporär ausweiteten Haushaltsdefizit kommen.

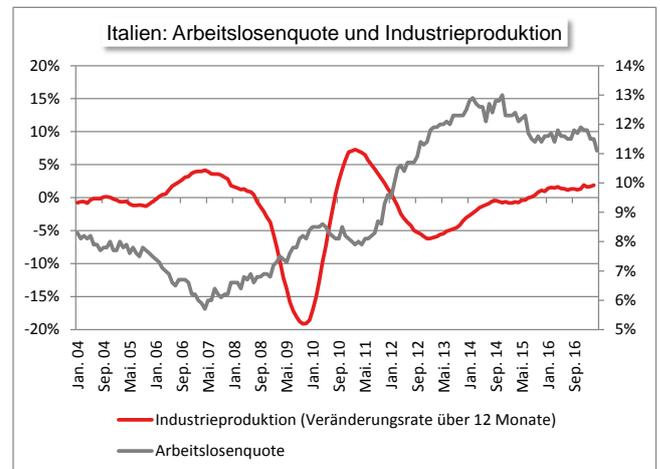
Das größte politische Risiko resultiert aber vermutlich aus dem Plan, verstärkt Volksentscheide durchzuführen. Das fußt auf der basisdemokratischen Grundausrichtung der Bewegung. Explizites Gefahrenpotenzial für den Anleger birgt dabei eine angedachte Abstimmung über die Beibehaltung des Euro. Denn hier würden die Bürger über ein sehr komplexes Thema entscheiden, dessen Folgen nur schwer vermittelbar und selbst für Experten nicht in Gänze kalkulierbar sind. Die Italiener stehen dem Euro von allen Euro-Mitgliedstaaten am kritischsten gegenüber. Nur eine knappe Mehrheit der Bevölkerung befürwortet den Euro. Das Ergebnis des Referendums, das hat die Brexit-Abstimmung gezeigt, wäre daher kaum vorhersehbar.

Die eurokritische Haltung der Italiener hat historische, gesellschaftliche und wirtschaftliche Gründe. Historisch hat Italien harte Einschnitte durch politische und wirtschaftliche Reformen immer mit Hilfe einer Abwertung der Lira umgehen können. Auf Kosten der Kaufkraft konnten so Arbeitsplätze gesichert werden. Die vermögendere Italiener konnten mit diesem Verfahren gut leben, weil sie Ihre Vermögenswerte im Ausland in anderen Währungen geparkt und somit bei jeder Lira-Abwertung einen relativen Gewinn verbuchen konnten. Der aktuell hohe Kapitalabfluss aus Italien belegt, dass viele aus der Erfahrung heraus im Fall einer Wiedereinführung der Lira mit Wechselkursgewinnen rechnen, wobei sie allerdings die dramatischen Folgen einer Finanzmarktkrise ausblenden.

Gesellschaftspolitisch steht die Familie in Italien im Vordergrund. Innerhalb der (Groß-)Familie hält man eng zusammen und unterstützt sich gegenseitig. Einer oder wenige Einkommensbezieher innerhalb einer Familie reichen oft aus, um die Familie zu versorgen. Gerät das Familiengefüge jedoch in Schieflage, weil nicht mehr genügend Familienmitglieder Einkommen oder Renten erhalten, steigt die Aufgeschlossenheit für radikale Lösungsversprechen.

Wirtschaftlich hat Italien eine längere Phase der Stagnation hinter sich. Das Bruttoinlandsprodukt hat noch längst nicht wieder das Niveau von vor der Finanzmarktkrise erreicht. Die Arbeitslosenquote verharrte lange Zeit auf einem konstant hohen Niveau von knapp 12 Prozent. In den vergangenen Wochen setzte jedoch erstmals eine spürbare Belebung der italienischen Wirtschaft ein. Die Einkaufsmanagerindizes erreichten im April 2017 zusammengenommen das höchste Niveau seit 2006 und in den Arbeitsmarkt kommt Bewegung. Seit anderthalb Jahren legt auch die Industrieproduktion im Jahresvergleich wieder zu. Ob dies das Ergebnis des allgemeinen Aufschwungs in Europa oder

die ersten Effekte der Reformen der vergangenen zwei Jahre sind, ist kaum zu beurteilen. Aber zumindest besteht eine berechtigte Hoffnung, dass der sich abzeichnende Boom in Europa nicht ganz an Italien vorbeigeht.



Zudem zeichnen sich Fortschritte bei der Bewältigung der wirtschaftlich lähmenden Probleme im italienischen Bankensektor ab. Für die Monte dei Paschi hat die EU-Kommission ihre Zustimmung zu einer staatlichen Finanzspritze gegeben. Sollte die EZB bestätigen, dass die Bank grundsätzlich solvent ist, ist der erste Problemfall gelöst. Für die ebenfalls von hohen notleidenden Krediten belasteten Regionalbanken Veneto Banca und Banca Popolare di Vicenza wird eher ein Weg gesucht, bei dem Staatshilfen vermieden werden. Eine Übernahme durch eine der beiden Großbanken Intesa oder Unicredit, wie dies in Spanien die Banco Santander bei der Banco Popolar gemacht hat, erscheint zwar unwahrscheinlich. Aber eine aufgrund der Größe der Regionalbanken überschaubare Beteiligung ist denkbar, um eine sich anschließende Kapitalerhöhung zu ermöglichen.

Der Anleger muss sich daher auf zwei konträre Sichtweisen in der Zukunft vorbereiten. Entweder ist dies die schwarze Brille, bei der Italien in erster Linie als potenzieller Euro-Austrittskandidat und politisch unsicheres und verkrustetes Land wahrgenommen wird. Oder es kommt die rosarote Brille, bei der der wirtschaftliche Aufschwung in den Fokus gerät und der Anleger die Früchte der vergangenen Reformen und der Lösung des Bankenproblems ernten kann.

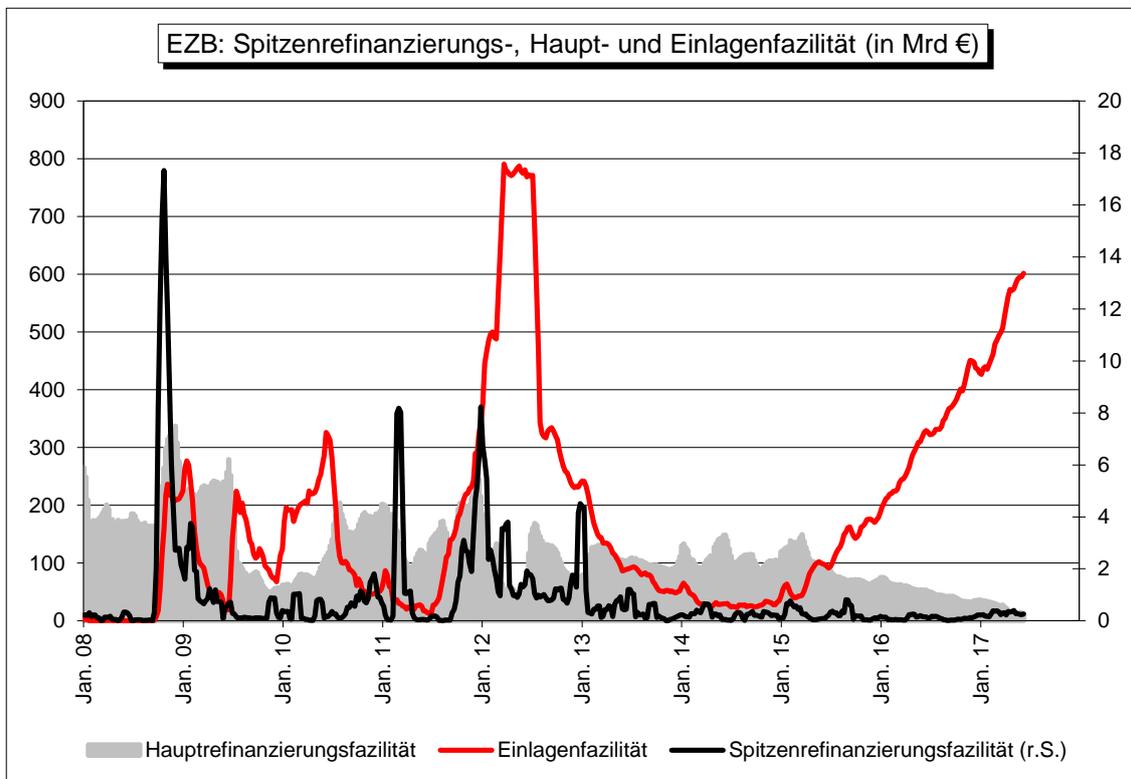
Bis sich der Nebel über den Zeitpunkt der Neuwahlen und über den Wahlmodus gelichtet hat, empfehlen wir, die gute wirtschaftliche Grundtendenz in Europa noch zu nutzen und hoch in Aktien investiert zu bleiben. Sollte es doch noch dieses Jahr zu Neuwahlen kommen, könnte der Anleger eine ausgewogene Positionierung anstreben. Denn das ungünstigste Ergebnis wäre wohl eine Minderheitsregierung der 5S, da eine alleinige Regierungsmehrheit oder eine Koalition mit der LN zur Zeit unwahrscheinlich sind. Das würde zwar Aktienkursverluste bedeuten, aber wohl kaum zu einem Euro-Ausstieg führen. Auf der anderen Seite, das hat die Frankreich-Wahl belegt, gibt es beachtliche Kurschancen, wenn die Wahl im Sinne des Anlegers ausgeht. Bei guten Konjunkturdaten und Anlagenotstand kann es zu einem kräftigen Kurssprung kommen, der für den zu defensiven Anleger eine verpasste Chance darstellt.

Wochenausblick für die Zeit vom 12. Juni bis 16. Juni 2017

	Jan.	Feb.	Mrz.	Apr.	Mai	Jun	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	16,6	10,4	12,8	19,5	20,6	19	13. Juni
D: ZEW Aktuelle Lage	77,3	76,4	77,3	80,1	83,9	82	13. Juni
D: Konsumentenpreise, m/m	-0,6%	0,6%	0,2%	0,0%	-0,2%		14. Juni
D: Konsumentenpreise, y/y	1,9%	2,2%	1,6%	2,0%	1,5%		14. Juni
E-19: Industrieproduktion, m/m	0,2%	-0,1%	-0,1%	0,5%			14. Juni
E-19: Industrieproduktion, y/y	0,3%	1,5%	1,9%	1,2%			14. Juni
E-19: Konsumentenpreise, m/m	-0,8%	0,4%	0,8%	0,4%	-0,1%		16. Juni
E-19: Konsumentenpreise, y/y	1,8%	2,0%	1,5%	1,9%	1,4%		16. Juni
E-19: Kerninflationsrate, m/m	-1,4%	0,3%	1,2%	0,5%	0,0%		16. Juni
E-19: Kerninflationsrate, y/y	0,9%	0,9%	0,8%	1,2%	1,0%		16. Juni

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Die EZB bleibt ihrer Linie treu



Große Erwartungen waren mit der heutigen EZB-Entscheidung und der anschließenden Pressekonferenz von EZB-Präsident Mario Draghi verbunden. Angesichts der zuletzt sehr guten Konjunkturdaten im gesamten Euroraum – im 1. Quartal 2017 wuchs das reale Bruttoinlandsprodukt um 0,6 Prozent gegenüber dem Vorquartal, in den USA und in Japan betrug der Zuwachs dagegen nur 0,3 Prozent – hat die Notenbank erwartungsgemäß ihre Wachstumsprognose für dieses Jahr von bislang 1,8 Prozent auf 1,9 Prozent angehoben. Von daher verzichtete sie in ihrem geldpolitischen Ausblick auch auf den bislang enthaltenen Hinweis, dass die Zinsen noch weiter gesenkt werden könnten. Doch das war es dann auch schon. Da gleichzeitig die Inflationsprognose von 1,7 Prozent auf 1,5 Prozent nach unten revidiert wurde und für nächstes Jahr sogar nur mit einer Preissteigerungsrate von 1,3 Prozent gerechnet wird, blieb ansonsten alles beim Alten. Mario

Draghi und seine Kollegen sehen einen weiteren „sehr substanzialen“ geldpolitischen Stimulus für notwendig an, um das Inflationsziel der Notenbank in absehbarer Zeit zu erreichen. Er betonte, dass die EZB noch sehr lange im Markt aktiv sein werde und auch keine Veränderung in der Reihenfolge einer möglichen geldpolitischen Normalisierung geplant sei. Das bedeutet, dass die EZB erst ihre Anleihenkäufe auslaufen lassen wird, bevor der negative Einlagenzins oder gar der Hauptrefinanzierungssatz angehoben wird. Letztere Maßnahmen zeichnen sich frühestens für 2019 ab. Die Vorbereitung einer geldpolitischen Wende sieht unseres Erachtens anders aus. Selbst die verbreitete Erwartung, dass die EZB im September den Ausstieg aus dem QE-Programm ankündigen wird, könnte sich angesichts der sehr niedrigen Inflation nicht erfüllen. Mit anderen Worten: Die Zinsen im Euroraum bleiben sehr niedrig.

	Stand 08.06.2017 17:47	Veränderung zum			
		01.06.2017 -1 Woche	05.05.2017 -1 Monat	07.03.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	21197	0,2%	0,9%	1,3%	7,3%
S&P 500	2433	0,1%	1,4%	2,7%	8,7%
Nasdaq	6297	0,8%	3,2%	7,9%	17,0%
DAX	12714	0,4%	0,0%	6,2%	10,7%
MDAX	25159	-1,2%	0,0%	8,1%	13,4%
TecDAX	2296	-0,7%	7,8%	18,2%	26,7%
EuroStoxx 50	3564	-0,1%	-2,6%	5,3%	8,3%
Stoxx 50	3200	-0,8%	-1,4%	3,4%	6,3%
SMI (Swiss Market Index)	8812	-2,4%	-2,3%	2,2%	7,2%
FTSE 100	7451	-1,2%	2,1%	1,5%	4,3%
Nikkei 225	19985	0,6%	2,8%	3,3%	4,6%
Brasilien BOVESPA	62395	0,2%	-5,0%	-5,1%	3,6%
Russland RTS	1037	-0,8%	-4,5%	-5,5%	-10,0%
Indien BSE 30	31213	0,2%	4,5%	7,6%	17,2%
China Shanghai Composite	3151	1,6%	1,5%	-2,8%	1,5%
MSCI Welt (in €)	1927	0,2%	-0,7%	-1,3%	3,4%
MSCI Emerging Markets (in €)	1016	0,7%	1,5%	2,3%	10,7%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	164,97	269	451	58	82
Bobl-Future	133,15	100	181	-89	-48
Schatz-Future	112,20	-5	6	-42	-9
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,31	0	-3	-8	0
3 Monats \$ Libor	1,22	0	4	11	22
Fed Funds Future, Dez 2017	1,24	-1	-2	2	0
10-jährige US Treasuries	2,20	-1	-15	-31	-24
10-jährige Bunds	0,26	-4	-16	-6	15
10-jährige Staatsanl. Japan	0,07	3	5	2	3
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,16	1	-10	2	4
US Treas 10Y Performance	584,58	0,4%	1,7%	3,3%	2,7%
Bund 10Y Performance	614,67	0,4%	1,6%	0,6%	0,3%
REX Performance Index	484,34	0,0%	0,3%	-0,3%	-0,2%
IBoxx AA, €	0,72	-3	-3	3	5
IBoxx BBB, €	1,32	-3	-10	-17	-18
ML US High Yield	6,00	2	-13	-14	-46
JPM EMBI+, Index	829	0,5%	1,7%	3,9%	7,3%
Wandelanleihen Exane 25	7249	0,0%	0,5%	4,2%	4,8%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	402,53	-0,4%	-0,6%	-5,0%	-4,3%
MG Base Metal Index	286,05	-1,5%	-0,9%	-4,2%	2,2%
Rohöl Brent	48,01	-6,5%	-2,6%	-14,4%	-15,3%
Gold	1275,92	0,9%	3,9%	4,7%	10,2%
Silber	17,63	2,6%	8,2%	0,5%	9,8%
Aluminium	1902,75	-1,1%	0,4%	2,0%	11,7%
Kupfer	5591,75	-1,5%	0,5%	-2,8%	1,2%
Eisenerz	57,50	1,8%	-5,0%	-36,1%	-28,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	821	-3,4%	-17,4%	-20,5%	-14,6%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,1217	0,0%	2,3%	6,1%	6,4%
EUR/ GBP	0,8666	-0,4%	2,2%	-0,1%	1,5%
EUR/ JPY	123,53	-0,8%	0,2%	2,4%	0,1%
EUR/ CHF	1,0850	-0,3%	0,1%	1,1%	1,0%
USD/ CNY	6,7990	-0,2%	-1,5%	-1,5%	-2,2%
USD/ JPY	109,82	-1,4%	-2,6%	-3,7%	-6,1%
USD/ GBP	0,7727	-0,3%	0,1%	-5,8%	-4,5%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahn	+49 40 3282-2419	jrahn@mmwarburg.com	Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für die hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.