

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Italien: Ein politisches Erdbeben?

Italien ist in diesem Jahr bereits zwei Mal von schweren Erdbeben heimgesucht worden. Am 24. August kam es in der Gemeinde Accumoli, die rund 140 Kilometer nördlich von Rom liegt, zu einem Erdbeben der Stärke 6,2. Ende Oktober bebte die Erde erneut, diesmal in Mittelitalien mit einer Stärke von 6,6. Geologen haben die Befürchtung, dass es zukünftig noch häufiger zu schweren Erschütterungen kommen wird. Das nächste potenzielle Beben könnte dagegen politischer Natur sein: Am 4. Dezember stimmen die Italiener in Form eines Referendums über eine weitreichende Verfassungsreform ab. Diese soll zu einem schlankeren, flexibleren und schlussendlich entscheidungsfähigeren politischen System in Italien führen.

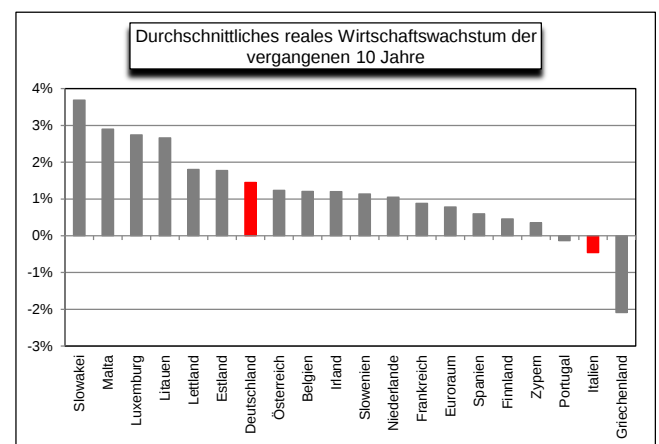
Bislang ist es in Italien so, dass sich der Senat und die Abgeordnetenkammer die politischen Machtbefugnisse gleichberechtigt teilen. Dies führt dazu, dass angestrebte Gesetzes- oder Reformbeschlüsse immer wieder zwischen diesen beiden Kammern hin und her geschoben werden und etwaige Änderungen bzw. Gegenvorschläge von der jeweils anderen Instanz bestätigt werden müssen. Stabile Mehrheiten sind deswegen die Ausnahme und nicht die Regel. Die von Ministerpräsident Renzi geplante Reform sieht eine deutliche Schwächung des Senats zu Gunsten der Abgeordnetenkammer vor. Dieser hätte zukünftig nur noch begrenzte Eingriffsmöglichkeiten und kein Veto-Recht mehr. Der jedoch umstrittenste Punkt ist die geplante Überarbeitung des Wahlrechts. Demnach würde die Partei, die im ersten Wahlgang mehr als 40 Prozent der Stimmen erhält, automatisch 55 Prozent der Sitze in der Abgeordnetenkammer – und damit die absolute Mehrheit – bekommen. Angesichts der bisherigen Lähmung bzw. Instabilität des politischen Systems (Italien hatte in den vergangenen 70 Jahren 63 Regierungen und 27 Ministerpräsidenten) ist dies eine sinnvolle Reform, die das politische System Italiens effizienter machen dürfte.

Dies ist allerdings der Blick von außen. Während es zunächst danach aussah, dass es eine Mehrheit der Bürger für die Verfassungsreform geben würde, hat sich mittlerweile der Wind gedreht. Dies könnte zum einen daran liegen, dass die italienischen Wähler befürchten, dass die Regierung ihre neue Macht für unpopuläre Reformen nutzen könnte. Zum anderen scheint der eigentliche Inhalt des Referendums jedoch gar nicht mehr im Fokus zu stehen, nachdem Renzi ursprünglich seine Amtszeit an den Ausgang des Referendums knüpfen wollte. Das Referendum hat somit mehr den Charakter einer Vertrauensfrage für die derzeitige Regierung, während die Verfassungsänderung als eigentliches Thema in den Hintergrund rückt. Die jüngsten Umfrageergebnisse zeigen, dass das „Nein“-Lager, also die Gegner der Verfassungsreform, über eine Mehrheit verfügt, wenngleich knapp ein Viertel der Befragten noch unentschieden ist. Der Wahlausgang scheint von daher relativ offen zu sein. Neue Umfragen werden bis zum Abstimmungsdatum allerdings nicht mehr erhoben, da eine sogenannte „quiet period“ besteht. Die Unsicherheit ist von daher groß, zumal man weiß, dass die Demoskopen mit

ihren Vorhersagen in der letzten Zeit häufig daneben lagen. Sowohl beim „Brexit“ als auch bei der US-Präsidentenwahl haben die Wähler letztendlich anders abgestimmt, als es aufgrund der Umfragen erwartet wurde.

Aus europäischer Sicht kommt das Referendum zu einem ungünstigen Zeitpunkt. Befeuert durch die jüngsten politischen Ereignisse scheint die „Anti-Establishment“-Bewegung weiter auf dem Vormarsch zu sein, und die Unzufriedenheit der „Abgehängten“ wird lauter. Renzis ursprüngliche Ankündigung (von der er sich mittlerweile aber wieder distanziert hat), bei einer Ablehnung des Referendums zurückzutreten, war insofern eine Steilvorlage für die Opposition. Vor allem die aufstrebende anti-europäische Protestpartei, die „5-Sterne-Bewegung“ des ehemaligen Komikers Beppe Grillo, die schon bei den Kommunalwahlen im Juni deutlich an Zuspruch gewonnen hat, macht erhebliche Stimmung gegen die Regierung und gegen das Referendum. So strebt die „5-Sterne-Bewegung“ unter anderem einen Austritt aus der Währungsunion und gegebenenfalls auch aus der EU an.

Im Unterschied zum Brexit oder auch der Schuldenkrise in Griechenland, würde ein möglicher Austritt Italiens die Währungsunion in ihren Grundfesten erschüttern. Schließlich ist Italien mit einer (nominalen) Wirtschaftsleistung von rund 1,6 Billionen Euro nach Deutschland (3,0 Billionen Euro) und Frankreich (2,2 Billionen Euro) die drittgrößte Volkswirtschaft Europas. Im Hinblick auf die wirtschaftliche Entwicklung der letzten Jahre kann Italien sehr wohl als „Abgehängter“ bezeichnet werden. In den vergangenen zehn Jahren ist das reale Wirtschaftswachstum mit durchschnittlich -0,5 Prozent eines der geringsten im gesamten Euroraum gewesen, nur in Griechenland (-2,1 Prozent) ist die Wirtschaft in diesem Zeitraum noch stärker geschrumpft. Mit Ausnahme Portugals (-0,1 Prozent) sind dagegen alle anderen Volkswirtschaften innerhalb der Eurozone gewachsen. Am stärksten die Slowakei und Malta, am schwächsten Finnland und Zypern.



Das nicht vorhandene Wirtschaftswachstum hat in Italien dazu geführt, dass die Arbeitslosenquote mit 11,7 Prozent auf einem stetig hohem Niveau liegt; die Zahl der arbeitslos gemeldeten Italiener stieg zuletzt wieder über die Marke von drei Millionen an. Bei den unter 35-Jährigen liegt die

Arbeitslosenquote sogar bei rund 30 Prozent. Am offensichtlichsten ist der wirtschaftliche Niedergang in der Industrie: Die Industrieproduktion hat sich von der Wirtschaftskrise 2008/2009 bis heute nicht erholt und liegt immer noch um mehr als 20 Prozent unter dem damaligen Niveau. Bei den Industrieaufträgen sieht das Bild vergleichbar aus, erholt haben sich dagegen die Exporte und – wenn auch in etwas geringerem Ausmaß – die Importe.

Die Achillesferse für Italien und damit auch für die gesamte übrige Eurozone stellt die hohe Staatsverschuldung des Landes dar. Die Staatsschuldenquote, also das Verhältnis von Schulden zur nominalen Wirtschaftsleistung, beträgt 133 Prozent, der Schuldenberg beläuft sich auf 2,2 Billionen Euro. In absoluten Größen hat Italien mittlerweile die höchsten Schulden aller Euro-Länder und im Jahr 2015 Deutschland vom unrühmlichen ersten Platz verdrängt. Gemessen an der Wirtschaftsleistung belegt Italien bei der Staatsverschuldung den zweiten Platz hinter Griechenland, das eine Schuldenquote von 177 Prozent aufweist. Um die Schuldenquote nicht noch weiter ansteigen zu lassen und damit eine erneute Vertrauens- und Staatsschuldenkrise auszulösen, ist Italien von daher zwingend auf niedrige Zinsen zur Finanzierung des Staatshaushaltes angewiesen.

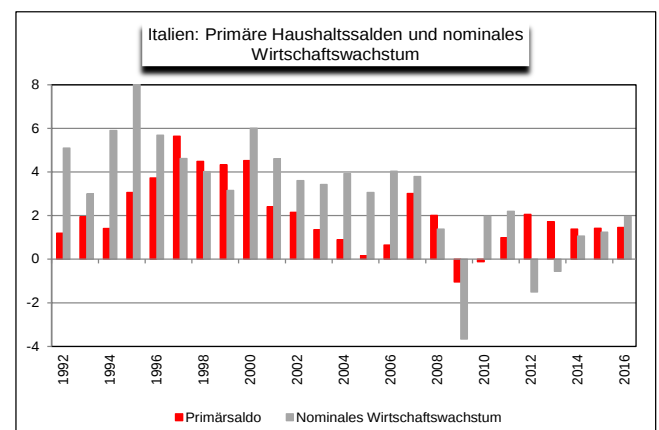
Dies verdeutlicht die folgende Überlegung: Die Schuldenquote eines Landes wird durch das Verhältnis von Haushaltsdefizit zum nominalen Wirtschaftswachstum determiniert. Beträgt das Defizit (entsprechend den Maastricht-Kriterien) 3 Prozent, ist ein nominales Wachstum von 5 Prozent erforderlich, damit sich eine Schuldenquote von 60 Prozent einstellt. Angewendet auf das Beispiel Italiens kommt man zu folgenden Schlussfolgerungen: Soll die Schuldenquote von 133 Prozent als erstes Ziel konstant gehalten werden und geht man von einem nominalen Wachstum von 1 Prozent aus (wie in den vergangenen beiden Jahren und im Durchschnitt der letzten zehn Jahre), so kann sich Italien ein Haushaltsdefizit von 1,3 Prozent leisten. Der Staatshaushalt selbst besteht dabei aus zwei Komponenten, dem Primär- und dem Sekundärhaushalt. Letzterer umfasst die Zinslast, also die zu zahlenden Zinsen auf die ausstehenden Staatsanleihen in Relation zum nominalen BIP. Der italienische Staat bezahlt im Moment einen Kupon von durchschnittlich 3,4 Prozent, sodass der Sekundärsaldo -4,5 Prozent beträgt (133 Prozent Staatsschulden multipliziert mit 3,4 Prozent). Da nur ein gesamtes Haushaltsdefizit von 1,3 Prozent „erlaubt“ ist, damit die Schuldenquote nicht weiter ansteigt, ist somit ein Primärüberschuss von 3,2 Prozent erforderlich. Der Primärhaushalt umfasst dabei alle Einnahmen und Ausgaben des Staates ohne Berücksichtigung der Zinszahlungen. Mit anderen Worten: Der italienische Staat muss mehr Geld einnehmen als er ausgibt, wenn man die Zinszahlungen nicht berücksichtigt.

Das Erzielen von Primärüberschüssen ist für alle Staaten ein schwieriges Unterfangen, weil es Politikern im Blut zu liegen scheint, mehr Geld auszugeben als in der Staatskasse vorhanden ist. Fairerweise muss man aber sagen, dass es den Italienern in den vergangenen Jahren besser und häufiger gelungen ist, dieses Ziel zu erreichen, als den meisten anderen Ländern. Dass die Schuldenquote dennoch immer

weiter angestiegen ist (im Jahr 2007 hatte Italien eine Schuldenquote von rund 100 Prozent), zeigt, wie schwierig die Situation ist, wenn das Wirtschaftswachstum zu gering ausfällt. So reichten die Primärüberschüsse nicht aus, um einen Anstieg der Schuldenquote zu verhindern. Dies wird auch 2017 nicht anders sein. Nach Prognosen des IWF wird Italien 2017 einen Primärüberschuss von 1,5 Prozent erzielen. Das ist gut, aber eben nicht gut genug, notwendig wären schließlich 3,2 Prozent. In diesem Fall bleibt nur ein Ausweg, wenn die Regierung nicht immer handlungsunfähiger werden will, weil sie immer höhere Primärüberschüsse erzielen muss: die Zinsen auf die ausstehenden Schulden müssen sinken. Um das Haushaltsdefizit auf 1,3 Prozent zu begrenzen, darf der Sekundärsaldo nur 2,8 Prozent betragen. Hierzu müsste der durchschnittliche Kupon für alle ausstehenden italienischen Staatsanleihen aber auf 2,1 Prozent sinken – ein Ding der Unmöglichkeit in so kurzer Zeit.

Die einzige Lösung besteht deswegen darin, langfristig wieder stärker zu wachsen. Von daher auch die hohe Bedeutung, die das Referendum für Italien hat. Entscheiden sich die Bürger jedoch mehrheitlich gegen das Verfassungsreferendum, ist so oder so ein schwieriger Weg für das Land vorgezeichnet. Denn ohne die Mithilfe der EZB und ohne langfristig niedrige Zinsen, wird es für Italien immer schwieriger werden, seine hohen Staatsschulden zu refinanzieren. Von daher ist es plausibel anzunehmen, dass ein „Nein“ von den Kapitalmärkten so interpretiert würde, dass die Überlebensfähigkeit Italiens in der Eurozone in Frage gestellt wäre. Eine Verkaufswelle italienischer Staatsanleihen, die die Renditen in die Höhe treiben, könnte die Folge sein. Ob Beppe Grillo mit seiner Partei bei den nächsten Wahlen die Mehrheit gewinnen wird oder nicht, ist unter den hier skizzierten Voraussetzungen und Bedingungen dann fast schon nebensächlich.

	Schuldenquote 2015	nominales Wachstum	durchschnittl. Zinsniveau	Zinsen in % des BIP (Sekundärsaldo)	notwendiger Primärüberschuss	maximales HH-Defizit
Italien	133%	-2%	3,4%	4,5%	7,2%	-2,7%
	133%	-1%	3,4%	4,5%	5,8%	-1,3%
	133%	0%	3,4%	4,5%	4,5%	0,0%
	133%	1%	3,4%	4,5%	3,2%	1,3%
	133%	2%	3,4%	4,5%	1,9%	2,7%
	133%	3%	3,4%	4,5%	0,5%	4,0%
	133%	4%	3,4%	4,5%	-0,8%	5,3%
	133%	5%	3,4%	4,5%	-2,1%	6,6%
	133%	6%	3,4%	4,5%	-3,5%	8,0%



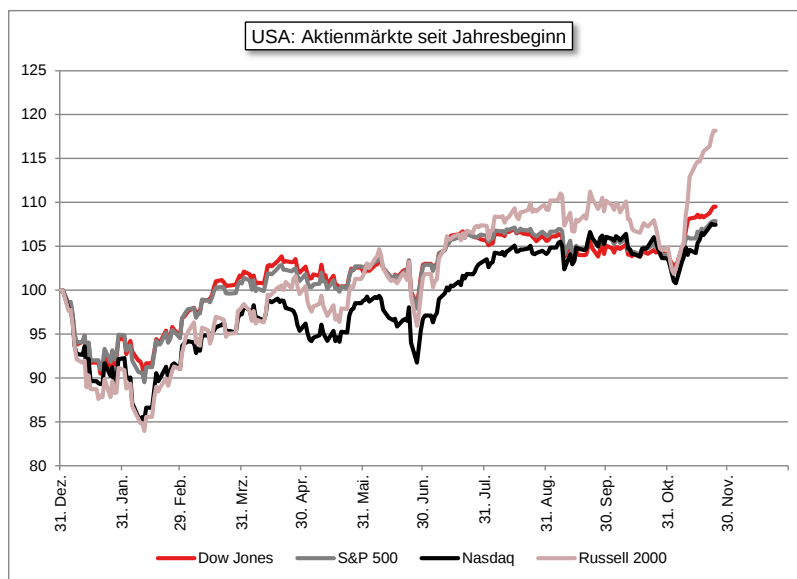
Mit freundlicher Unterstützung von Patrick Schmidt.

Wochenausblick für die Zeit vom 28. November bis 02. Dezember 2016

	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	Veröffentlichung
D: Importpreise, m/m	0,1%	-0,2%	0,1%	0,2%			28.-29. November
D: Importpreise, y/y	-3,8%	-2,6%	-1,8%	-1,3%			28.-29. November
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,3%	0,0%	0,1%	0,2%	0,2%		29. November
D: vorl. Inflationsrate, y/y	0,4%	0,4%	0,7%	0,8%	0,9%		29. November
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-8	-7	0	-14	-5		30. November
D: Arbeitslosenquote	6,1	6,1	6,1	6,0	6,0		30. November
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	0,5%	0,0%	-1,5%	0,3%			28.-30. November
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	53,8	53,6	54,3	55,0	54,4		1. Dezember
E-19: M3, y/y	4,9%	5,1%	5,0%	5,2%			28. November
E-19: Wirtschaftsvertrauen	104,5	103,5	104,9	106,3	105,8		28. November
E-19: Industrievertrauen	-2,6	-4,3	-1,8	-0,6	-0,9		28. November
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	0,2%	0,2%	0,4%	0,5%	0,9%		30. November
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	52,0	51,7	52,6	53,5	53,7		1. Dezember
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	10,0	10,0	10,0	10,0			1. Dezember
E-19: Produzentenpreise m/m	0,4%	-0,2%	0,1%	0,2%			2. Dezember
E-19: Produzentenpreise y/y	-2,6%	-1,9%	-1,5%	-1,0%			2. Dezember

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Vierfach-Rekord am US-Aktienmarkt



In der Woche vor dem heutigen Thanksgiving-Feiertag jagten die einzelnen Aktienindizes in den USA von einem Höchststand zum nächsten. Die Rekordjagd gipfelte am Dienstag damit, dass die vier meist beachteten Börsenindizes Dow Jones, S&P 500, Nasdaq und Russell 2000 das erste Mal seit 1999 am selben Tag auf einem neuen Allzeithoch schlossen. Vor allem der im „Chart der Woche“ skizzierte Jahresverlauf des breiten Kleinwerteindex Russell 2000 ist beachtlich. In den Turbulenzen der ersten beiden Jahresmonate verlor der Russell 2000 rund 16%, die er während der folgenden Monate allerdings wieder mehr als gutmachen konnte. Die Rally der US-Kleinwerte hat durch den Sieg Trumps bei der Präsidentschaftswahl dann noch einmal richtig Fahrt aufgenommen: Seit dem 9. November stieg der Index um rund 12% und konnte somit am Dienstag zusammen mit Dow Jones, S&P 500 und Nasdaq ein neues Allzeithoch markieren. Zwar hat Trump seinen populistischen Aussagen im Wahlkampf noch keine Taten folgen lassen – und kann dies vor der Amtsein-

führung am 20. Januar 2017 auch gar nicht tun –, aber dennoch scheinen die Märkte fest an seine angekündigten Deregulierung, die Steuersenkungen, die Milliardeninvestitionen in die Infrastruktur sowie „America First“ in der Außenhandelspolitik zu glauben. Dies ist auch die Erklärung dafür, weshalb der die kleinen und mittelständischen US-Unternehmen umfassende Russell 2000 Index bisher am meisten von der „Trump-Rally“ profitiert hat, während die europäischen Indizes seit Bekanntwerden des Wahlergebnisses mehr oder weniger auf der Stelle treten. Die Rekordjagd am US-Aktienmarkt steht jedoch auf wackeligen Beinen. Zwar hat sich die US-Konjunktur in der letzten Zeit sehr positiv entwickelt und die Fed die Märkte auf den im Dezember anstehenden Zinsschritte mehr als ausreichend vorbereitet, aber nichtsdestotrotz basiert die Hausse im Russell 2000 vor allem auf den bislang noch recht vagen Ankündigungen des künftigen Präsidenten, die sich in den kommenden Monaten erst einmal bewahrheiten müssen.

	Stand	Veränderung zum			
	24.11.2016 16:45	17.11.2016 -1 Woche	21.10.2016 -1 Monat	23.08.2016 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	19083	0,9%	5,2%	2,9%	9,5%
S&P 500	2205	0,8%	3,0%	0,8%	7,9%
Nasdaq	5381	0,9%	2,3%	2,3%	7,5%
DAX	10692	0,1%	-0,2%	0,9%	-0,5%
MDAX	20779	0,9%	-2,6%	-4,2%	0,0%
TecDAX	1724	-0,1%	-3,3%	-0,2%	-5,8%
EuroStoxx 50	3040	-0,1%	-1,2%	1,5%	-7,0%
Stoxx 50	2826	-0,3%	-1,4%	-1,0%	-8,8%
SMI (Swiss Market Index)	7797	-2,1%	-3,0%	-4,9%	-11,6%
FTSE 100	6819	0,4%	-2,9%	-0,7%	9,2%
Nikkei 225	18333	2,6%	6,7%	11,1%	-3,7%
Brasilien BOVESPA	61712	3,2%	-3,7%	6,4%	42,4%
Russland RTS	1029	3,3%	4,3%	5,8%	35,9%
Indien BSE 30	25860	-1,4%	-7,9%	-7,6%	-1,0%
China Shanghai Composite	3241	1,0%	4,9%	4,9%	-8,4%
MSCI Welt (in €)	1710	1,6%	3,5%	5,5%	5,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	856	2,5%	-3,2%	1,3%	11,0%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	161,28	51	-294	-639	336
Bobl-Future	131,37	54	-31	-226	70
Schatz-Future	112,25	21	17	24	73
3 Monats Euribor	-0,31	0	0	-2	-18
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,31	0	0	2	0
3 Monats \$ Libor	0,93	2	5	10	32
Fed Funds Future, Dez 2016	0,53	1	3	3	0
10-jährige US Treasuries	2,36	6	62	80	9
10-jährige Bunds	0,24	5	31	40	-39
10-jährige Staatsanl. Japan	0,04	3	10	12	-22
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,17	-7	32	35	-10
US Treas 10Y Performance	572,08	-0,4%	-4,7%	-5,8%	1,4%
Bund 10Y Performance	607,95	0,0%	-2,4%	-3,2%	5,0%
REX Performance Index	483,68	0,3%	-1,0%	-1,5%	2,0%
IBOXX AA, €	0,75	1	29	38	-54
IBOXX BBB, €	1,68	2	40	49	-59
ML US High Yield	6,78	-8	42	2	-212
JPM EMBI+, Index	762	-0,7%	-5,9%	-6,4%	8,1%
Wandelanleihen Exane 25	6689	0,0%	-1,5%	-1,7%	-3,9%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	419,52	1,4%	0,2%	-1,1%	10,6%
MG Base Metal Index	288,34	3,0%	14,3%	13,5%	24,2%
Rohöl Brent	49,10	5,5%	-4,9%	-1,8%	37,5%
Gold	1186,66	-3,4%	-6,3%	-11,4%	11,7%
Silber	16,37	-3,4%	-6,1%	-13,4%	18,2%
Aluminium	1779,50	5,0%	9,9%	7,4%	18,6%
Kupfer	5724,50	4,4%	24,1%	22,0%	21,6%
Eisenerz	78,00	4,0%	31,1%	26,8%	78,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	1224	-0,6%	45,4%	76,9%	156,1%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0568	-1,4%	-2,9%	-6,8%	-2,9%
EUR/ GBP	0,8480	-1,2%	-4,9%	-1,2%	15,1%
EUR/ JPY	119,57	2,1%	5,9%	5,4%	-8,8%
EUR/ CHF	1,0729	-0,1%	-0,9%	-1,5%	-1,0%
USD/ CNY	6,9161	0,6%	2,2%	4,1%	6,5%
USD/ JPY	112,52	2,2%	8,4%	12,2%	-6,5%
USD/ GBP	0,8025	-0,2%	-2,1%	5,8%	18,3%

Carsten Klude +49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
 Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com
 Martin Hasse +49 40 3282-2411 mhasse@mmwarburg.com
 Dr. Rebekka Haller +49 40 3282-2452 rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. 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 Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.